



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Il Mini Bond: funzioni, procedure, strumenti e mercato di riferimento

Un'esperienza diretta con Banca Popolare di
Vicenza: il caso Coswell S.p.A.

Relatore

Ch. Prof. Massimo Buongiorno

Laureanda

Elisabetta Tomasini

Matricola 821120

Anno Accademico

2013 / 2014

RINGRAZIAMENTI

Questa tesi è il frutto di un intenso lavoro durato sei mesi presso Banca Popolare di Vicenza, la quale mi ha permesso di fare questa straordinaria e, a dir poco formativa, esperienza di stage: voglio ringraziare tutto il Team Mini Bond che, dal primo fino all'ultimo giorno di stage, ha saputo rendermi partecipe con entusiasmo in questa nuova avventura.

Desidero ringraziare il Responsabile dell'Unità Organizzativa di Finanza Strutturata, il Dott. Vittorio Cencherle, per l'opportunità offerta, la pazienza e la fiducia che mi ha sempre dimostrato, e il mio tutor, il Dott. Alessandro Amato, per avermi insegnato tutti i trucchi del mestiere.

Desidero ringraziare il Prof. Massimo Buongiorno, relatore di questa tesi, per la grande disponibilità che ha saputo dimostrarmi in questi mesi di tesi: La ringrazio per avermi assecondato in questo Progetto Mini Bond!

Il Grazie più grande va ai miei fantastici genitori, Filena e Mario, che mi hanno sempre sostenuto e supportato in questi ulteriori due anni di studi, incoraggiandomi a dare il meglio di me e a superare qualsiasi ostacolo avessi davanti: tranquilli mamma e papà adesso lo stress da esami è un capitolo chiuso!

Desidero ringraziare la persona più speciale che io conosca. A Mauro, che da cinque anni è al mio fianco, tenendomi sempre per mano e amandomi come fosse il primo giorno: grazie di tutto amore mio!

Un ultimo ringraziamento va ai miei super fantastici compagni di studi, Marta, Luca, Andrea e Dmitrii: grazie per questo biennio e per tutti i bellissimi momenti passati insieme, per le giornate trascorse in Dipartimento a far finta di studiare, a fare i lavori di gruppo e a ridere come non mai. In bocca al lupo ragazzi per il nostro futuro!

Grazie di cuore!

Elisabetta

INDICE

Introduzione	pag. 1
Capitolo 1: Il Mini Bond	pag. 4
1.1 Introduzione	pag. 4
1.2 I riferimenti normativi	pag. 7
1.3 Opportunità per le società emittenti	pag. 11
1.3.1 L'impatto della gestione finanziaria	pag. 11
1.3.2 L'impatto fiscale	pag. 16
1.4 Le caratteristiche tecniche del Mini Bond	pag. 19
1.4.1 I pagamenti periodici a titolo di interesse	pag. 20
1.4.2 Il valore di emissione e il valore di rimborso	pag. 22
1.4.3 Il metodo di ammortamento	pag. 25
1.4.4 La presenza di garanzie collaterali	pag. 28
Capitolo 2: Il processo originatore	pag. 29
2.1 Introduzione	pag. 29
2.2 Il ruolo della Banca	pag. 30
2.3 Il processo di emissione	pag. 31
2.3.1 Il processo di selezione	pag. 31
2.3.2 Il <i>pricing</i> e la documentazione contrattuale	pag. 36
2.3.3 Il collocamento e l'emissione del Mini Bond	pag. 41
Capitolo 3: Strumenti utili all'analista	pag. 44
3.1 Introduzione	pag. 44
3.2 Analisi del <i>Business Plan</i>	pag. 45
3.2.1 L' <i>executive summary</i>	pag. 46
3.2.2 Descrizione dell'azienda emittente	pag. 46
3.2.3 Descrizione dell'offerta	pag. 47

3.2.4	Il mercato target	pag. 48
3.2.5	Descrizione del progetto	pag. 49
3.2.6	Analisi del piano economico-finanziario	pag. 50
3.2.7	Analisi SWOT	pag. 51
3.3	L'importanza del Rating	pag. 53
3.3.1	Il Rating Interno	pag. 55
3.3.2	Il Rating Esterno	pag. 59
3.4	Analisi della Centrale dei Rischi	pag. 66
Capitolo 4: L'ExtraMOT PRO		pag. 75
4.1	La nascita del segmento professionale	pag. 75
4.2	L'ammissione alla quotazione	pag. 76
4.3	Le caratteristiche delle negoziazioni	pag. 78
4.4	La composizione dell'ExtraMOT PRO	pag. 80
4.5	Il posizionamento di Banca Popolare di Vicenza nell'ExtraMOT PRO	pag. 86
Capitolo 5: Il Caso Coswel s.p.a.		pag. 91
5.1	Introduzione	pag. 91
5.2	L'emittente	pag. 92
5.3	La compagine societaria	pag. 93
5.4	Il Gruppo Coswell	pag. 94
5.5	L'attività caratteristica	pag. 95
5.6	L'organizzazione dell'attività caratteristica	pag. 98
5.7	Analisi dei dati contabili	pag. 99
5.8	Il mercato di riferimento ed il posizionamento competitivo	pag. 111
5.9	Il Rating	pag. 118
5.10	Il Mini Bond di Coswell s.p.a.	pag. 120
5.10.1	Le caratteristiche tecniche del Mini Bond di Coswell	pag. 120

5.10.2	La determinazione dei parametri finanziari	pag. 122
5.10.3	La presenza dell'opzione	pag. 123
5.10.4	La finalità del Mini Bond per Coswell	pag. 124
5.10.5	Osservazioni	pag. 125

Conclusioni	pag. 127
-------------	----------

Bibliografia	pag. 130
--------------	----------

Sitografia	pag. 134
------------	----------

INTRODUZIONE

Questa tesi si pone l'obiettivo di analizzare la prima formulazione dell'articolo 32 del Decreto Legge n. 83 del 22 giugno 2012, il quale è stato successivamente convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012.

Elaborato nel corso del Governo Monti, tale corpo normativo, definito anche Decreto Sviluppo, ha introdotto un insieme di norme finalizzate allo sviluppo e al sostegno del nostro Paese a seguito della pesante e gravosa crisi economica, iniziata nel 2008 e tuttora ancora in corso.

L'articolo 32 prevede un nuovo strumento di finanziamento a disposizione delle imprese, definito Mini Bond, pensato in particolare per le PMI che compongono e caratterizzano in maniera predominante il tessuto industriale del nostro Paese.

Riconducibile alla famiglia delle obbligazioni, si tratta di un mezzo atto a favorire la cosiddetta disintermediazione bancaria: l'intento del legislatore è quello di introdurre un'alternativa sostenibile dalle imprese ai finanziamenti bancari, in quanto la stretta creditizia messa in atto da molti istituti di credito si fa sempre più pressante e non permette la sopravvivenza delle imprese stesse.

Ho deciso di approfondire questo argomento a seguito di un tirocinio formativo della durata di sei mesi presso la sede centrale di Banca Popolare di Vicenza, uno dei primi istituti bancari a cimentarsi nella strutturazione di tale operazione.

Banca Popolare di Vicenza, in occasione del convegno "*Italian Mini Bond Day*" tenutosi a Londra il 26 febbraio scorso, ha voluto presentare alla comunità finanziaria internazionale il suo programma e la sua metodologia di strutturazione dell'operazione. Nell'unità operativa di Finanza Strutturata ho potuto toccare con mano tutto l'iter seguito nella strutturazione delle singole operazioni, le quali successivamente hanno trovato una collocazione anche nel mercato secondario.

Borsa Italiana, al fine di favorire lo sviluppo di questa tipologia di obbligazione, di dimensioni decisamente minori rispetto a quelle già presenti e quotate dalle grandi aziende sul mercato, ha creato un segmento *ad hoc* all'interno del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT, nel quale possono intervenire solamente i cosiddetti investitori professionali.

Il corpo della tesi è stato suddiviso in cinque capitoli:

~ Nel primo capitolo si esporranno sinteticamente le caratteristiche del Mini Bond, attraverso una breve descrizione della disposizione legislativa prevista dall'articolo 32 del Decreto Sviluppo, dei vantaggi per le società che decidono di emettere questo nuovo strumento e delle particolarità di carattere tecnico che il Mini Bond può possedere.

~ Nel secondo capitolo verrà descritto il cosiddetto processo originatore, ossia tutto l'iter procedurale che viene messo in atto da Banca Popolare di Vicenza nella strutturazione del Mini Bond.

In particolare, il processo originatore viene suddiviso idealmente in tre fasi: una fase iniziale che prevede un'analisi preliminare della potenziale azienda emittente, al fine di verificare il rispetto di determinate condizioni di eleggibilità fissate dal Consiglio di Amministrazione dell'istituto bancario; una fase intermedia che prevede la determinazione delle caratteristiche tecniche del Mini Bond, in particolare l'ammontare nominale dell'obbligazione ed il tasso di interesse cedolare corrisposto agli investitori che decideranno di sottoscrivere il Mini Bond; una fase finale che prevede il collocamento e la quotazione del prestito obbligazionario nel segmento professionale dell'ExtraMOT.

~ Nel terzo capitolo verranno descritti gli strumenti utilizzati dall'analista per verificare i criteri di eleggibilità proposti nella prima fase del processo originatore. Gli strumenti utilizzati nell'analisi preliminare sono il *Business Plan*, il *Rating* ed il flusso di ritorno personalizzato della Centrale dei Rischi.

Nel corso della mia permanenza presso l'unità operativa di Finanza Strutturata ho analizzato una moltitudine di potenziali emittenti e ho voluto mettere in rilievo l'importanza che tali strumenti hanno rivestito nel corso del mio tirocinio formativo, nonché l'importanza che rivestono ai fini decisionali.

~ Nel quarto capitolo verrà descritto invece il segmento professionale dell'ExtraMOT, il quale si ricollega alla terza ed ultima fase prevista nel processo originatore: dopo la descrizione delle caratteristiche del segmento e della procedura seguita dalle aziende emittenti per la quotazione e l'ammissione del Mini Bond

sull'ExtraMOT PRO, ho voluto descrivere il posizionamento di Banca Popolare di Vicenza all'interno di esso, mettendo in evidenza le quote di mercato raggiunte.

~ Nel quinto ed ultimo capitolo verrà analizzato il caso di Coswell s.p.a..

Coswell è un'azienda che produce e confeziona numerosi prodotti per la cura, l'igiene ed il benessere della persona, attraverso una molteplicità di marchi molto conosciuti ai consumatori, come ad esempio Biorepair, Blanx, Bionsen, L'Angelica Istituto Erboristico, Isomar e PREP.

Ho scelto di analizzare la realtà aziendale di Coswell ed il suo Mini Bond perché trovo che, tra i sei prestiti obbligazionari strutturati da Banca Popolare di Vicenza fino ad ora, sia quello che maggiormente rispecchi l'idea sottostante all'articolo 32 del Decreto Sviluppo: si tratta di un'azienda a conduzione familiare, non ancora quotata nei mercati finanziari, che sta cercando di crescere anche a livello internazionale.

CAPITOLO 1

Il Mini Bond

1.1 Introduzione

La crisi che stiamo vivendo in questi anni, iniziata nel 2008, ha avuto origine in seguito ad una crisi di natura finanziaria. Questa ebbe origine negli Stati Uniti con il fallimento dei mutui *subprime*, ossia quei prestiti concessi dalle banche americane a tutti quei soggetti che pur non essendo considerati bancabili, a causa della loro elevata probabilità di insolvenza, ottengono lo stesso il prestito a tassi di interesse contrattuali superiori rispetto ai tassi di interesse praticati nel mercato.

La crisi finanziaria si è subito riversata nell'apparato creditizio di vari Paesi industrializzati, in quanto le banche avevano acquistato e messo nei propri portafogli di gestione questi mutui *subprime*, nella forma di titoli cartolarizzati, ossia normali investimenti finanziari che per via della loro rischiosità garantivano elevati rendimenti.

Le banche subirono ingenti perdite a causa della detenzione di questi titoli altamente rischiosi nei loro portafogli ed iniziarono a ridurre in modo drastico anche i finanziamenti ai loro clienti (famiglie ed imprese), poiché gli attivi totali patrimoniali si ridimensionarono in modo improvviso. Questa riduzione della capacità di finanziamento degli istituti bancari ha riversato la crisi nell'economia reale perché il settore imprenditoriale non poteva più sostenere le proprie attività.

Per quanto riguarda la specifica situazione italiana, la categoria colpita più duramente è stata e continua ad essere quella delle piccole e medie imprese, le quali rappresentano in modo totalitario il tessuto industriale del nostro Paese.

Nello *Small Business Act* (SBA)¹, pubblicato ogni anno dalla Commissione Europea con l'obiettivo di migliorare la comprensione delle tendenze recenti e delle politiche nazionali in materia di PMI, è possibile estrapolare la composizione del tessuto

¹ Lo *Small Business Act* è un'iniziativa promossa dall'Unione Europea a sostegno delle piccole e medie imprese, il quale si compone di una serie di misure strategiche che ruotano attorno a dei principi fondanti, che sono: l'imprenditorialità, la seconda possibilità, pensare anzitutto in piccolo, amministrazione recettiva, appalti pubblici e aiuti di Stato, accesso ai finanziamenti, mercato unico, competenze e innovazione, ambiente e internazionalizzazione.

economico-industriale dell'Italia, confrontato con i 27 Paesi che compongono l'Unione Europea.

Come sottolineato nella tabella sottostante, che riporta il numero di imprese attive suddivise in base alla grandezza dimensionale, le micro, le piccole e le medie imprese italiane costituiscono il 99,90 % delle imprese presenti sul territorio, ma anche la media europea risulta essere piuttosto elevata.

In particolare, il settore delle PMI in Italia registra una percentuale maggiore di micro imprese, ossia quelle aziende che presentano come livello occupazionale meno di 10 dipendenti e come livello di Fatturato o Attivo dello Stato Patrimoniale meno di 2 milioni di euro.

	ITALIA		UE 27
	NUMERO	PERCENTUALE	PERCENTUALE
MICRO	3.491.826	94,40 %	92,10 %
PICCOLE	183.198	5,00 %	6,60 %
MEDIE	19.265	0,50 %	1,10%
PMI	<u>3.694.288</u>	<u>99,90 %</u>	<u>99,80 %</u>
GRANDI	3.196	0,10 %	0,20 %
TOTALE	3.697.484	100 %	100%

Tabella 1: Scheda Informativa SBA 2013 Italia (fonte Commissione Europea)

Dai dati riportati nella Scheda Informativa SBA è possibile verificare come le micro imprese contribuiscano in maniera preponderante all'occupazione complessiva della popolazione italiana.

Tuttavia le recenti tendenze hanno dimostrato come le micro imprese abbiano subito una maggiore stagnazione rispetto alle piccole e medie imprese, poiché queste ultime hanno cercato di sfruttare la crescita nei mercati emergenti per riuscire ad emergere dalla crisi, investendo in particolar modo sulla tecnologia e sul *know how*, cosa non fattibile per le micro imprese in quanto non possiedono le conoscenze ed i mezzi adatti. È possibile poi constatare come le PMI siano caratterizzate da una gestione prettamente familiare, in cui nell'assetto societario è possibile ritrovare quel nucleo familiare che ha dato vita all'attività di impresa.

Questa caratteristica è stata messa in luce da una ricerca condotta nel 2010 da Banca d'Italia², che si poneva l'obiettivo di analizzare le maggiori differenze tra la struttura finanziaria delle imprese italiane e quella rinvenibile dai Paesi Europei prima ancora dell'inizio della crisi.

Nell'immagine sottostante si riporta il valore dell'indebitamento medio e, quindi la struttura finanziaria media, ritrovabile nei Paesi di Italia, Francia, Germania, Spagna, Regno Unito ed Europa in generale.

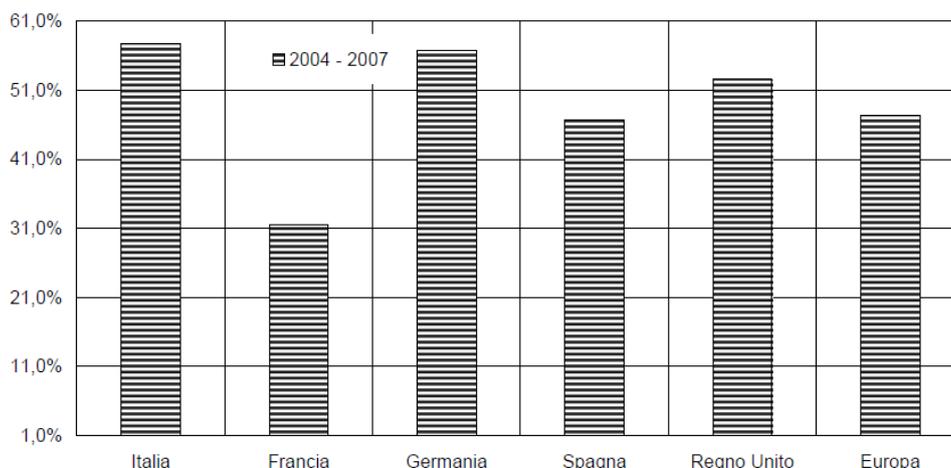


Figura 1: Rapporto Debito – Patrimonio Netto 2004-2007 (fonte Banca d'Italia)

Nel periodo preso in esame, dal 2004 al 2007, il valore del *leverage*, definito come rapporto tra Debito e Patrimonio Netto, per quanto riguarda l'Europa risulta essere pari al 45-50% circa. Ma, osservando meglio la barra dell'istogramma riservato all'Italia, si può osservare come il nostro Paese registri il valore più elevato, attorno al 55-60% circa.

Una possibile spiegazione di questo maggiore utilizzo del Debito piuttosto del Capitale di Rischio, che comporta un minor grado di patrimonializzazione delle aziende, deriva proprio dalle caratteristiche rinvenibili nella struttura societaria delle imprese italiane, fortemente basata sulla presenza di famiglie-imprenditori, con un elevato grado di chiusura nei confronti di nuovi soci o di altri investitori esterni.

² DE SOCIO A., La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 66, Aprile 2010.

Questo atteggiamento ha come conseguenza una “stretta dipendenza” dal sistema bancario, poiché le principali fonti di finanziamento provengono sempre e soltanto dal mondo creditizio; anche per poter sostenere la crescita le imprese sono costrette a richiedere costantemente aiuti economici provenienti da terzi.

Da tali tendenze strutturali di base, il governo italiano ha intrapreso delle azioni finalizzate a migliorare le condizioni generali in favore delle PMI: il profilo SBA dell’Italia mostra un recupero rispetto alla media europea, ma è ancora in ritardo per quanto riguarda l’accesso ai finanziamenti.

1.2 I riferimenti normativi

Un aiuto in tal senso è stato dato con l’attuazione del Decreto Legge n. 83 del 22 giugno 2012 convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012, definito anche Decreto Sviluppo, il quale, all’art. 32, ha previsto *«nuovi strumenti di finanziamento per le imprese»*.

Tale intervento governativo ha l’obiettivo di accrescere la capacità delle società non quotate di media e piccola dimensione di ottenere finanziamenti per la propria attività, sia corrente che straordinaria, attraverso questi *«nuovi strumenti di finanziamento per le imprese»*, i quali sono rappresentati da cambiali finanziarie ed obbligazioni, identificati nella prassi come Mini Bond.

In pratica, essi sono nati per garantire alle PMI la possibilità di accedere a nuove fonti di approvvigionamento monetario con lo scopo principale di stimolare la crescita, rafforzare la competitività, sia domestica che internazionale, la ripresa della domanda ed il dinamismo imprenditoriale

Di seguito sono riportati i tratti fondamentali dell’articolo che definiscono lo strumento.

«Ai fini del presente articolo per società si intendono le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite nella raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003».

In base alla disposizione espressa dal primo comma dell'articolo 32, i potenziali emittenti sono società od enti, ad esempio società di capitali (società per azioni non quotate, società in accomandita per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative e mutue assicuratrici, diverse dalle banche e dalle micro imprese, le quali non possono accedere al mercato dei capitali (mercati regolamentari o sistemi multilaterali di negoziazione) a causa di restrizioni di natura sia legale che fiscale³.

Le imprese possono accedere a questa opportunità solamente se rispettano determinati requisiti patrimoniali, reddituali e dimensionali, definiti in modo preciso nella raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003.

In base a tale raccomandazione espressa dalla Commissione Europea si definisce:

- ♦ media impresa, quando il numero dei dipendenti è inferiore a 250, il fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro o il totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale non supera i 43 milioni di euro;
- ♦ piccola impresa, quando il numero dei dipendenti è inferiore a 50, il fatturato annuo o il totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale annuo non superano i 10 milioni di euro;

«Anche in deroga all'art. 11 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, le società possono emettere cambiali finanziarie, come definite dalla legge 13 gennaio 1994, n. 43, e obbligazioni a condizioni che:

- a) l'emissione sia assistita da uno sponsor*
- b) l'ultimo bilancio dell'emittente sia assoggettato a revisione contabile da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nel Registro dei revisori legali e delle società di revisione;*
- c) i titoli siano:*
 - i) collocati esclusivamente presso investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente;*
 - ii) destinati alla circolazione esclusivamente tra tali investitori»*

³ Le notevoli dimensioni delle tradizionali emissioni obbligazionarie, i costi da sostenere e una normativa fiscale penalizzante per le imprese non quotate hanno storicamente tagliato fuori da questo canale di finanziamento le imprese di dimensioni medie e piccole, tanto da renderlo un segmento di nicchia.

In base alla disposizione espressa dal secondo comma si riconosce la facoltà alle piccole e medie imprese di emettere due tipologie di strumenti finanziari con la finalità di raccolta del risparmio:

- le cambiali finanziarie: introdotte dalla legge del 13 gennaio 1994, n. 43, sono classificate tra gli strumenti di debito a breve termine in quanto sono titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore ad un mese e non superiore ai trentasei mesi; la loro struttura è uguale a quella del pagherò cambiario, che rappresenta una promessa incondizionata di pagamento da parte dell'emittente;
- le obbligazioni: classificate tra gli strumenti di debito a medio-lungo termine, sono strumenti che definiscono un rapporto di debito tra società emittente ed investitore, poiché chi sottoscrive un'obbligazione diventa creditore della società e ha diritto alla riscossione di un interesse e al rimborso del capitale alla scadenza.

La facoltà di emettere cambiali finanziarie ed obbligazioni è resa possibile in deroga all'articolo 11 del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385, definito anche Testo Unico Bancario, il quale disciplina il concetto di raccolta del risparmio tra il pubblico.

Per raccolta del risparmio si intende l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, ossia la raccolta di fondi conseguita attraverso negozi giuridici che danno al risparmiatore il diritto alla restituzione delle somme consegnate. Inizialmente la norma prevedeva solamente il rimborso alla pari, ma si sono ricondotti anche tutti quei casi in cui il rimborso non avvenga alla pari. Si ricomprendono nella categoria, oltre al deposito nelle sue variegate forme, tutti quei contratti che possono essere usati come strumenti di raccolta, fatta eccezione per gli apporti di capitale di rischio.

Elemento fondamentale dell'enunciato è la definizione di "raccolta tra il pubblico", espressione con cui si fa riferimento ad una raccolta diffusa presso un numero potenzialmente elevato di soggetti: in dettaglio, la raccolta deve avvenire attraverso forme di contrattazione standardizzate e deve avere una rilevanza anche dal punto di vista quantitativo.

L'attività di raccolta per essere tale deve definirsi ad "*incertam personam*", ovvero deve coinvolgere una pluralità indeterminata di soggetti, e non essere un singolo atto isolato oppure frutto di trattative personalizzate.

Quello che interessa al Decreto Legge è l'eccezione alla riserva di legge stabilita dal quarto comma dell'articolo 11 del Tub, secondo il quale il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica alle società, per quanto concerne la raccolta effettuata mediante obbligazioni, titoli di debito e altri strumenti finanziari.

Infatti, quello che il codice civile prevede, all'articolo 2412, è che le società possono emettere le obbligazioni con la finalità di raccolta del risparmio tra il pubblico per un ammontare complessivamente non superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, ma tale limite può essere superato se le obbligazioni sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, come nel caso dei Mini Bond.

In particolare, si prescrivono tre condizioni per poter usufruire questi nuovi strumenti:

- a) che l'emissione sia assistita da uno sponsor⁴, il cui ruolo può essere ricoperto da:
«banche, imprese di investimento, Società di Gestione del Risparmio, società di gestione armonizzate, Società di Investimento a Capitale Variabile, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del T.U. bancario, nonché banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purché autorizzate della Repubblica»
- b) che l'ultimo bilancio dell'emittente sia assoggettato a revisione contabile in modo da attestare, da parte di un soggetto terzo indipendente, che il documento sia redatto con chiarezza, mediante l'applicazione dei principi contabili (nazionali o internazionali) e rappresenti in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'azienda;
- c) che i titoli siano collocati esclusivamente presso investitori professionali in quanto solamente questi soggetti sono in grado di definire e capire i rischi relativi all'acquisto di questo strumento finanziario.

⁴ Lo sponsor ha la funzione di assistere la società emittente nella procedura di emissione del Mini Bond, supportando l'emittente in modo particolare nella fase di emissione e di collocamento. Inoltre, deve assicurare la liquidabilità dei titoli fino alla scadenza.

1.3 Opportunità per le società emittenti

1.3.1 L'impatto sulla gestione finanziaria

Il principale intento che un'impresa si pone quando decide di ricorrere ai Mini Bond è quello di ottenere nuove risorse finanziarie, realizzando così una diversificazione delle fonti di finanziamento a titolo di debito.

Quello che il Decreto Sviluppo auspica è la creazione di un circuito sistemico tra risparmio e mercato dei capitali a favore del sistema produttivo delle piccole e medie imprese, in modo tale da offrire loro nuove opportunità di crescita ed una maggiore competitività, sia nel mercato domestico che nel mercato internazionale. In particolare, lo strumento del Mini Bond ha lo scopo di rappresentare un canale di *funding* complementare al sistema bancario.

Dal punto di vista contabile, nello Stato Patrimoniale dell'emittente questo permette una diminuzione della voce D4 "Debiti verso banche"⁵ ed un incremento di pari misura della voce D1 "Obbligazioni"⁶ che solitamente non è presa in considerazione nelle analisi di bilancio delle piccole e medie imprese non quotate visto che, prima del Decreto Sviluppo, non potevano emetterle.

Le scritture contabili in sede di emissione e sottoscrizione da parte degli investitori dei titoli (in questo esempio emessi alla pari) possono essere riassunte nei seguenti mastri: il passaggio fondamentale è l'apertura di una nuova tipologia di debito (la voce Obbligazioni) ed il contestuale incasso delle somme (Banca c/c).

Obbl.c/ Sottoscrizione		Obbligazioni		Banca c/c	
100 ¹	100 ²		100 ¹	100 ²	

⁵ La voce D4 definita Debiti verso Banche ricomprende tutti i debiti contratti dall'impresa nei confronti degli enti creditizi, sia per scoperti di conto corrente sia per finanziamento a titolo diverso: in tal senso, per una migliore comprensione, sarebbe meglio suddividere la voce in Breve Termine e Medio-Lungo Termine, in modo da specificare la scadenza temporale dell'impegno.

⁶ La voce D1 definita Obbligazioni ricomprende tutti i tipi di debiti obbligazionari, eccetto quelli convertibili in azioni. I debiti obbligazionari possono essere contratti dalle società attraverso l'emissione di titoli che incorporano un diritto di credito del sottoscrittore verso la società emittente per il pagamento di una determinata somma alla scadenza, nonché al pagamento di interessi sull'importo finanziato.

Il secondo vantaggio, direttamente correlato al primo, è che il Mini Bond, potendo essere emesso con una scadenza a medio-lungo termine, permette una diversificazione della natura del debito, che si traduce in un prolungamento della durata media delle fonti di finanziamento dell'azienda.

Ciò si traduce in una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo patrimoniale, con un generale miglioramento degli indici di bilancio, i quali misurano la coerenza tra la liquidità degli investimenti ed il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento.

Sul piano pratico ciò consente all'impresa di non essere assoggettata al processo di rivalutazione degli affidamenti che gli istituti di credito effettuano periodicamente, e di programmare in modo più sostenibile gli impegni finanziari legati al rimborso del debito. Inoltre, il ricorso al Mini Bond può consentire alle imprese di presentarsi più affidabili nei confronti del sistema bancario, che si traduce in un miglioramento potenziale del giudizio di *rating* ad esse attribuito e ad un conseguente incremento delle potenzialità di accesso ai canali bancari.

I due vantaggi appena introdotti possono essere convalidati analizzando in dettaglio lo Stato Patrimoniale di un'impresa, il quale è l'unico prospetto contabile che offre contemporaneamente sia informazioni sulle forme di investimento delle risorse finanziarie, sia sulle loro fonti di acquisizione.

In particolare, la sezione dell'Attivo, definita anche "struttura degli impieghi", prende in considerazione l'ammontare dei beni, materiali ed immateriali, a disposizione dell'azienda per lo svolgimento dell'attività caratteristica ed extra caratteristica, mentre la sezione del Passivo, definita anche "struttura delle fonti finanziarie", prende in considerazione l'ammontare e la natura dei finanziamenti ricevuti, sia sotto forma di debito da terzi sia come mezzi propri.

Lo Stato Patrimoniale, così come disciplinato dal codice civile, prevede che l'Attivo sia strutturato secondo il criterio della destinazione degli impieghi che dipende dalle scelte del management di utilizzare in modo durevole o meno un bene, mentre prevede che il Passivo sia strutturato secondo il criterio della natura delle fonti, in modo da distinguere chiaramente i mezzi propri da quelli provenienti da terzi.

Nella tabella sottostante si riporta la struttura dello Stato Patrimoniale come previsto dal codice civile, mettendo in evidenza la gerarchia esistente tra le varie voci; in particolare, si evidenzia il primo livello contraddistinto da una lettera dell'alfabeto maiuscola ed il secondo livello contraddistinto da un numero romano.

ATTIVO	PASSIVO
A. Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	A. Patrimonio netto
B. Immobilizzazioni	I. Capitale
I. Immobilizzazioni immateriali	II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni
II. Immobilizzazioni materiali	III. Riserve di rivalutazione
III. Immobilizzazioni finanziarie	IV. Riserva legale
C. Attivo circolante	V. Riserva statutaria
I. Rimanenze	VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio
II. Crediti	VII. Altre riserve
III. Disponibilità liquide	VIII. Utili (Perdite) portati a nuovo
D. Ratei e risconti	IX. Utile (Perdita) di esercizio
	B. Fondi per rischi e oneri
	C. TFR
	D. Debiti
	E. Ratei e risconti

Tabella 2: Struttura dello Stato Patrimoniale

Per poter esprimere un giudizio sull'andamento patrimoniale dell'azienda, gli analisti sono soliti a riclassificare lo Stato Patrimoniale secondo il criterio funzionale, il quale permette il riposizionamento delle voci nelle diverse aree gestionali di appartenenza.

Le cinque aree gestionali sono:

1. la gestione caratteristica: fa riferimento ai processi commerciali, logistici e produttivi, ovvero al ciclo delle attività aziendali attuato attraverso le risorse a disposizione, con riferimento ad un orizzonte temporale di breve periodo;
2. la gestione degli investimenti: fa riferimento alla dotazione di risorse permanenti o durevoli con le quali l'azienda opera, con riferimento ad un orizzonte temporale di lungo periodo;
3. la gestione tributaria: deriva dal fatto che le aziende sono soggette al pagamento di imposte e tributi di varia natura, i quali possono essere diretti quando colpiscono la produzione ed indiretti quando colpiscono il reddito;
4. la gestione finanziaria: fa riferimento a quella parte dell'attività d'impresa che è volta a coprire il fabbisogno finanziario, ossia il fabbisogno di mezzi monetari

necessari per avviare e sostenere lo sviluppo; il fabbisogno finanziario può essere coperto ricorrendo al capitale proprio, definito anche capitale di rischio, e al capitale di debito, definito anche capitale di terzi;

5. la gestione accessoria: è definita come una componente residuale di tutte le gestioni precedenti e comprende tutta la liquidità in eccesso ed in attesa di utilizzo di cui dispone l'azienda.

In pratica, l'obiettivo è quello di sottolineare la relazione funzionale che si instaura tra ogni singola voce dello Stato Patrimoniale e l'area gestionale cui fa riferimento, in modo da evidenziare il capitale investito nella gestione caratteristica ed extra caratteristica e le relative forme di copertura finanziaria.

L'approccio funzionale permette di distinguere in modo chiaro l'effettivo fabbisogno finanziario oneroso dell'azienda in quanto evidenzia gli impieghi e le fonti che vengono generate spontaneamente dal normale ciclo produttivo dell'impresa.

Nella tabella sottostante si riporta la struttura dello Stato Patrimoniale funzionale: questa riclassificazione prevede la rappresentazione delle voci in forma scalare, mettendo in evidenza le principali grandezze di sintesi (il Capitale Investito Netto, il Patrimonio Netto e la Posizione Finanziaria Netta).

Il Capitale Investito Netto è dato dalla somma tra il Capitale Circolante Netto, che esprime l'ammontare del fabbisogno finanziario derivante dalla gestione caratteristica, e l'Attivo Immobilizzato, che esprime la consistenza degli investimenti durevoli necessari affinché l'azienda possa svolgere la propria attività tipica.

Il Patrimonio Netto esprime la consistenza delle risorse di proprietà dell'impresa e si compone del capitale sociale, delle riserve e dell'utile o perdita di esercizio; in particolare, con questo termine ci si riferisce all'ammontare di capitale proveniente dai soci, al momento della costituzione dell'azienda, e proveniente dall'autofinanziamento.

La Posizione Finanziaria Netta o PFN è l'aggregato che in questo contesto di analisi assume una particolare importanza in quanto esprime l'ammontare dei mezzi di terzi, ossia i prestiti a breve termine e lungo termine derivanti dal sistema bancario e dal mercato dei capitali, al netto delle attività finanziarie e delle disponibilità liquide. Essa può assumere un valore positivo, quando le componenti attive sono maggiori delle componenti passive, oppure negativo, quando le componenti attive sono minori delle

componenti passive ed in tal caso l'aggregato prende il nome di Indebitamento Finanziario Netto.

L'emissione obbligazionaria è una scelta fatta da quelle aziende che presentano una quota sostanziosa di debito, ed i due vantaggi menzionati all'inizio del paragrafo si possono semplicemente tradurre in una riduzione immediata della PFN di natura bancaria.

	Crediti verso clienti Crediti diversi a breve termine Ratei e risconti attivi
A.	ATTIVO CIRCOLANTE
	Debiti verso fornitori Debiti diversi a breve termine TFR Debiti Tributarî Ratei e risconti
B.	PASSIVO CIRCOLANTE
C.	CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (A – B)
	Terreni e fabbricati Impianti e macchinari Altre immobilizzazioni materiali Marchi e brevetti Altre immobilizzazioni materiali
D.	ATTIVO IMMOBILIZZATO
	TFR Fondo imposte
E.	PASSIVO CONSOLIDATO
F.	CAPITALE IMMOBILIZZATO NETTO (D – E)
G.	Partecipazioni strategiche
H.	CAPITALE INVESTITO NETTO GLOBALE (F + H)
	Capitale sociale Riserve Utili (perdite) esercizi precedenti Utili (perdite) d'esercizio
A.	PATRIMONIO NETTO
	Mutui passivi Prestiti obbligazionari Debiti verso banche (Titoli e partecipazioni non strategiche) (Disponibilità liquide)
B.	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
C.	TOTALE COPERTURE (A + B)

Tabella 3: Struttura dello Stato Patrimoniale riclassificato in forma funzionale

1.3.2 L'impatto fiscale⁷

Un ultimo vantaggio per l'emittente del Mini Bond può essere tradotto come una migliore fiscalità, in quanto il Decreto Sviluppo prevede una serie di agevolazioni fiscali con lo scopo di stimolare gli investitori.

Il fine del legislatore è stato quello di diminuire la differenza esistente tra le società con azioni quotate e quelle non quotate, rendendo possibile anche per queste ultime l'emissione di strumenti di debito da destinare ai mercati finanziari, sia domestici che internazionali.

Di seguito sono riportati i tratti fondamentali dell'articolo che definiscono gli aspetti fiscali.

«Le disposizioni dell'articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549, non si applicano nei casi in cui le obbligazioni e i titoli similari, emessi dai soggetti di cui al comma 1 a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto legge, siano sottoscritti da investitori qualificati che non siano, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, direttamente o indirettamente soci della società emittente».

L'ottavo comma dell'articolo 32 del Decreto Sviluppo sopra riportato prevede che la disposizione dell'articolo 3, comma 115, della legge n. 549 del 28 dicembre 1995⁸ non si applica né alle cambiali né alle obbligazioni emesse da società con azioni non quotate in mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione.

⁷ Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013 dell'Agenzia delle Entrate

⁸ Il regime fiscale previgente degli interessi passivi in capo agli emittenti delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni prevedeva la deducibilità degli interessi a condizione che al momento dell'emissione il tasso di rendimento effettivo non fosse superiore al doppio del tasso ufficiale di riferimento (oggi l'Euribor), per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione Europea e al tasso ufficiale di riferimento, aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli similari diversi dai precedenti.

Se il tasso di rendimento effettivo al momento dell'emissione fosse stato superiore ai limiti descritti, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sarebbero stati indeducibili dal reddito d'impresa.

Questo comma prevede infatti un regime fiscale identico con quello previsto per le società quotate: per i titoli quotati in mercati regolamentati e presso sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi in capo agli emittenti sono pienamente deducibili ai fini IRES nei limiti del 30% del Risultato Operativo Lordo (aggregato sostanzialmente riconducibile all'Ebitda).

Nel caso in cui le obbligazioni non siano quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, la società emittente ha un onere aggiuntivo in quanto deve verificare che i titoli siano detenuti da investitori professionali che non detengono più del 2% del capitale proprio o del patrimonio della stessa società e che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in uno Stato collaborativo in materia di scambio di informazioni in via amministrativa.

«Nell'articolo 1 del Decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, il primo comma è sostituito dal seguente: «1. La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari negoziati nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime».

Analizzando con particolare attenzione la prescrizione del nono comma dell'articolo 32 del Decreto Sviluppo si prevede l'esenzione della ritenuta di acconto del 20% sugli interessi e su altri proventi derivanti dalle obbligazioni e dalle cambiali finanziarie. Secondo tale prescrizione normativa, gli interessi cedolari percepiti dai sottoscrittori del Mini Bond saranno "lordi", ossia esenti dalle ritenute e dalle imposte sostitutive.

In maggior dettaglio, il Decreto Sviluppo ha voluto estendere ai Mini Bond il regime di imposizione sostitutiva disciplinato dall'articolo 1 del Decreto Legislativo 239/1996 intitolato «*soppressione della ritenuta alla fonte per talune obbligazioni e titoli simili*», invece dell'applicazione della ritenuta alla fonte di cui all'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica n. 600/1973 intitolato «*ritenute sugli interessi e sui redditi da capitale*».

Precedentemente all'entrata in vigore del Decreto Legge del 13 agosto 2011, n. 138, che ha provveduto all'unificazione dell'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria al 20%⁹, l'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600 poneva a carico dei sostituti di imposta l'obbligo di assoggettare gli interessi ed altri proventi ad una ritenuta del 27%, ridotta al 12,5% per quei titoli di durata non inferiore ai diciotto mesi.

«Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili di cui all'articolo 1 del Decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, primo comma, sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio».

Infine, in base alla disposizione espressa dal comma tredici dell'articolo 32 del Decreto Sviluppo, si prevede l'immediata deducibilità dei costi di emissione¹⁰ sostenuti dalle aziende emittenti: ciò vuol dire che tutte le spese relative alla strutturazione e all'emissione dei titoli sono deducibili nell'esercizio in cui sono state sostenute, in base al principio di cassa.

⁹ A partire dal 1° luglio 2014, l'aliquota salirà dal 20% al 26%.

¹⁰ Per costi di emissione si intendono tutte le spese relative all'emissione delle obbligazioni, come ad esempio, le commissioni per la banca, le commissioni per le società che emettono il rating sull'emittente, le commissioni di collocamento, i compensi per le prestazioni professionali e le altre spese legate all'emissione.

1.4 Le caratteristiche tecniche del Mini Bond

Il mercato obbligazionario può essere considerato come l'insieme delle operazioni che hanno per oggetto titoli di debito a medio e lungo termine, ossia tutti quegli strumenti finanziari di debito che prevedono una durata residua superiore ai 18 mesi.

In particolare, il mercato obbligazionario rappresenta un'importante soluzione attraverso la quale i soggetti in avanzo finanziario trasferiscono risorse ai soggetti in disavanzo, attraverso strumenti che possono essere scambiati sia in mercati finanziari sia in sistemi multilaterali di negoziazione.

Come anticipato nel paragrafo precedente, il contenuto delle operazioni è rappresentato da titoli di debito, ovvero valori mobiliari che includono un rapporto di tipo creditizio fra emittente ed investitore. Infatti, con l'acquisto di un'obbligazione un risparmiatore eroga un semplice prestito ad un soggetto prenditore.

La tipologia più semplice di prestito obbligazionario prende il nome di *plain vanilla*, e prevede l'erogazione di una somma da parte degli investitori all'inizio dell'operazione, in cambio dell'impegno da parte del prenditore a versare periodicamente un importo percentuale fisso a titolo di interesse, calcolato sull'ammontare ricevuto, ed a restituire l'intero finanziamento ad una data futura prestabilita.

Nell'immagine sottostante si vogliono riprodurre i flussi di cassa per l'acquirente di un'obbligazione, ipotizzando che il prezzo di acquisto sia sotto la pari e che il valore di rimborso sia alla pari: al tempo zero egli acquista l'obbligazione sborsando un importo inferiore al valore nominale del titolo, successivamente riceve le cedole, ossia i flussi di interesse a scadenze predefinite, e alla scadenza del titolo riceve il valore di rimborso, pari al valore nominale dell'obbligazione sommato all'ultima cedola.

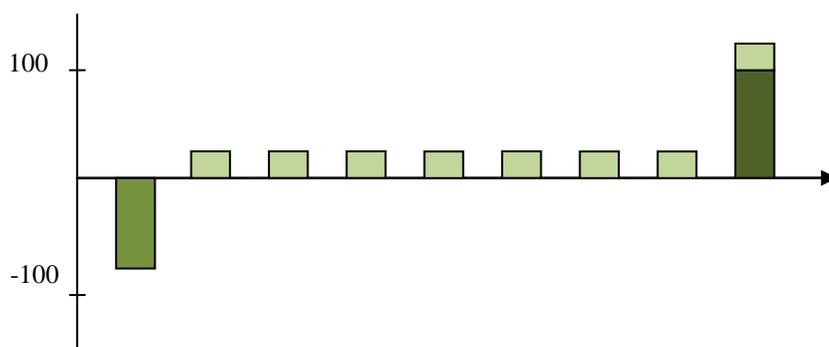


Figura 2: Flussi di cassa di un'obbligazione *Plain Vanilla*

1.4.1 I pagamenti periodici a titolo di interesse

Solitamente l'emittente, a fronte del finanziamento ricevuto, si impegna a distribuire una serie di pagamenti periodici, molto spesso con cadenza annuale o semestrale, a titolo di interesse, denominati cedole o *coupon*.

Tali pagamenti possono essere:

- ◆ di entità prefissata: in questo caso le obbligazioni sono definite a tasso fisso (o *straight bonds*) e l'emittente è tenuto a versare una serie di *coupon* calcolati applicando un tasso di interesse, pattuito all'inizio del contratto, al valore nominale del prestito.

Il tasso fissato nel contratto può rimanere invariato per l'intera durata del prestito, oppure possono essere determinati diversi scaglioni per le varie cedole: in particolare, le obbligazioni si definiscono *step up* quando si prevede l'applicazione di tassi crescenti nel tempo, mentre si definiscono *step down* quando è prevista l'applicazione di tassi decrescenti nel tempo.

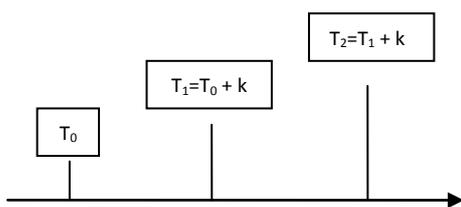


Figura 3: Obbligazioni *Step Up*

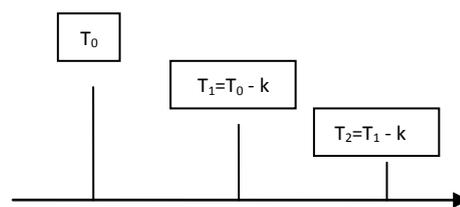


Figura 4: Obbligazioni *Step Down*

- ◆ di entità variabile: in questo caso le obbligazioni sono definite a tasso variabile (o *floating rate notes*) e l'emittente è tenuto a versare una serie di *coupon* calcolati applicando un tasso di interesse non conosciuto a priori, in quanto lo si fa dipendere da parametri di mercato prefissati.

Le tipologie di indicizzazione possono essere suddivise in tre categorie:

- ~ reale: quando l'entità dei pagamenti cedolari dipende dall'evoluzione di un indice generale dei prezzi oppure al variare del prezzo di un bene specificato. Ad esempio, nel primo caso si può utilizzare l'indice dei prezzi al consumo in quanto si vuole proteggere l'investimento dal rischio dell'inflazione, mentre nel secondo caso l'indicizzazione assume un carattere speculativo in quanto si vuole scommettere sul valore futuro di una determinata *commodity*.

- ~ finanziaria: quando l'entità dei pagamenti cedolari è basata sull'andamento di un altro titolo finanziario o di un tasso di interesse di mercato specificato.
I casi più comuni prevedono un collegamento tra il tasso di interesse pagato agli obbligazionisti ed il livello dei tassi praticati nei mercati interbancari¹¹, oppure il livello di rendimento offerto da un titolo di debito del Tesoro.
- ~ valutaria: quando l'entità dei pagamenti cedolari è assicurata all'andamento del rapporto di cambio tra due valute.

Esiste una tipologia di obbligazione che non prevede alcun pagamento intermedio: essa viene definita obbligazione a capitalizzazione integrale o *zero coupon bond* (indicata con l'acronimo ZCB).

Nell'immagine sottostante si vogliono riprodurre i flussi di cassa per l'acquirente di un'obbligazione *Zero Coupon*, dove al tempo zero egli acquista l'obbligazione sborsando un importo inferiore al valore nominale del titolo, e alla scadenza del titolo riceve il valore di rimborso pari al valore nominale dell'obbligazione. La differenza tra il valore nominale ed il prezzo di emissione costituisce la remunerazione per l'investitore.



Figura 5: Flussi di cassa di un *Zero Coupon Bond*

¹¹ Il mercato dei prestiti interbancari è costituito dall'insieme degli scambi di fondi a brevissimo termine fra intermediari finanziari; gli indicatori più noti sono rappresentati dall'Euribor, relativo al mercato domestico dei prestiti interbancari in Euro e rilevato giornalmente dalla *European Banking Federation*, e dal Libor, relativo al mercato dei prestiti interbancari in varie valute sulla piazza di Londra e rilevato giornalmente dalla *British Banking Association*.

1.4.2. Il valore di emissione e il valore di rimborso

Con la locuzione valore di emissione si intende l'ammontare pagato dall'obbligazionista all'emittente per acquistare i titoli. Di seguito si riportano i dettagli delle metodologie di emissione e le rispettive scritture contabili che devono essere eseguite nel caso in cui la sottoscrizione sia contestuale all'emissione.

Il valore di emissione può essere fissato alla pari quando coincide con il valore nominale dell'obbligazione; per convenzione le emissioni alla pari vengono indicate con la seguente simbologia «= 100».

Al momento dell'emissione le scritture contabili vedono l'apertura di una nuova tipologia di debito (Obbligazioni), il contestuale incasso delle somme (Banca c/c) e la chiusura delle somme da sottoscrivere (Obbligazioni c/ Sottoscrizione). Al momento del rimborso del prestito obbligazionario le scritture contabili vedono la restituzione delle somme, quindi la chiusura del conto Obbligazioni e del conto Banca c/c.

Obbl.c/ Sottoscrizione	Obbligazioni	Banca c/c
100^1 100^2	100 100^1	100^2 100
//	//	//

Il valore di emissione può essere fissato sopra la pari quando è superiore rispetto al valore nominale dei titoli obbligazionari e per convenzione tali emissioni sono indicati con la seguente simbologia «> 100»; tale differenza, definita *aggio di emissione*, rappresenta un ricavo straordinario a carattere pluriennale che l'azienda emittente dovrà ripartire negli esercizi di durata del prestito.

Le scritture contabili vedono l'apertura di una nuova tipologia di debito pari al valore nominale dell'emissione (Obbligazioni), il contestuale incasso delle somme maggiorate dell'aggio di emissione (Banca c/c) e la chiusura delle somme da sottoscrivere (Obbligazioni c/ Sottoscrizione). Al momento del rimborso del prestito obbligazionario le scritture contabili vedono la restituzione delle somme, quindi la chiusura del conto Obbligazioni, del conto Banca c/c e del conto aggio di emissione.

Obbl. c/ Sottoscrizione	Obbligazioni	Aggio di Emissione																		
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">110¹</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">110²</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	110 ¹		110 ²	//			<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">100</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">100¹</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	100		100 ¹	//			<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">10</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">10¹</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	10		10 ¹	//		
110 ¹		110 ²																		
//																				
100		100 ¹																		
//																				
10		10 ¹																		
//																				
Banca c/c																				
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">110²</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">110</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	110 ²		110	//																
110 ²		110																		
//																				

Il valore di emissione può essere fissato sotto la pari quando è inferiore rispetto al valore nominale dei titoli e per convenzione tali emissioni sono indicate con la seguente simbologia «< 100»; tale differenza, definita *disaggio di emissione*, rappresenta un costo pluriennale che l'azienda emittente deve ammortizzare negli esercizi di durata del prestito poiché alla scadenza dovrà rimborsare un importo superiore a quello ricevuto.

Le scritture contabili vedono l'apertura di una nuova tipologia di debito pari al valore nominale dell'emissione (Obbligazioni), il contestuale incasso delle somme sottratto dal disaggio di emissione (Banca c/c) e la chiusura delle somme da sottoscrivere (Obbligazioni c/ Sottoscrizione). Al momento del rimborso del prestito obbligazionario le scritture contabili vedono la restituzione delle somme, quindi la chiusura del conto Obbligazioni, del conto Banca c/c e del conto disaggio di emissione.

Obbl. c/ Sottoscrizione	Obbligazioni	Disaggio di Emissione																		
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">90¹</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">90²</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	90 ¹		90 ²	//			<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">100</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">100¹</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	100		100 ¹	//			<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">10¹</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">10</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	10 ¹		10	//		
90 ¹		90 ²																		
//																				
100		100 ¹																		
//																				
10 ¹		10																		
//																				
Banca c/c																				
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">90²</td> <td style="width: 10%; text-align: center;"> </td> <td style="width: 40%; text-align: center;">90</td> </tr> <tr> <td colspan="3" style="text-align: center;">//</td> </tr> </table>	90 ²		90	//																
90 ²		90																		
//																				

Solitamente il valore di emissione viene espresso in base percentuale rispetto al valore nominale dei titoli obbligazionari: moltiplicando il prezzo di emissione per l'importo complessivo si ottiene la somma effettivamente incassata dal prenditore.

Valore Nominale % : Valore Emissione % = Valore Nominale : Valore Emissione

$$\text{Valore Emissione} = \frac{\text{Valore Emissione \%} \times \text{Valore Nominale}}{\text{Valore Nominale \%}}$$

dove con Valore Nominale si intende l'ammontare del prestito obbligazionario che l'azienda vuole emettere, con Valore Nominale % si intende l'ammontare del prestito obbligazionario espresso in termini percentuali, ossia 100 %, e con Valore di Emissione % si intende l'ammontare che l'azienda vuol fare sottoscrivere agli investitori espresso in termini percentuali, ad esempio 90 % nel caso di emissione sotto la pari oppure 110 % in caso di emissione sopra la pari.

Il primo esempio numerico che si vuole proporre riguarda il caso in cui il valore di emissione sia sotto la pari, mentre il secondo esempio numerico riguarda il caso in cui il valore di emissione sia sopra la pari.

Esempio sotto la pari

$$100 : 90 = 1000 : x$$

$$x = \frac{90 \times 1000}{100} = 900$$

Esempio sopra la pari

$$100 : 110 = 1000 : x$$

$$x = \frac{110 \times 1000}{100} = 1100$$

Con la locuzione valore di rimborso si intende l'ammontare restituito dall'emittente ai sottoscrittori al termine dell'operazione di finanziamento. Il valore di rimborso può essere di ammontare predeterminato, solitamente alla pari, oppure può essere indicizzato su base reale, finanziaria o valutaria.

1.4.3 Il metodo di ammortamento

Per metodo di ammortamento si intende quello schema in base al quale avviene il rimborso del finanziamento (quota capitale e interessi) ottenuto dagli obbligazionisti.

L'emittente ha a disposizione diverse modalità:

- ◆ rimborso in un'unica soluzione: definito anche *bullet bonds*, rappresenta il metodo di ammortamento più semplice in quanto il rimborso dell'emissione avviene per intero in un'unica data di scadenza.

Questa pratica genera il minor grado di incertezza per gli investitori in quanto essi sanno che si vedranno restituite le somme investite alla data di scadenza pattuita, ma dal punto di vista del prestatore è una delle soluzioni meno flessibili poiché si trova a dover restituire un'ingente somma di denaro in una sola volta.

Nell'immagine sottostante si vogliono riprodurre i flussi di cassa per l'acquirente di un'obbligazione, ipotizzando che il prezzo di acquisto sia sotto la pari e che il valore di rimborso sia alla pari e avvenga in un'unica soluzione: al tempo zero egli acquista l'obbligazione, successivamente riceve le cedole, e alla scadenza del titolo riceve il valore di rimborso pari al valore nominale dell'obbligazione sommato all'ultima cedola.

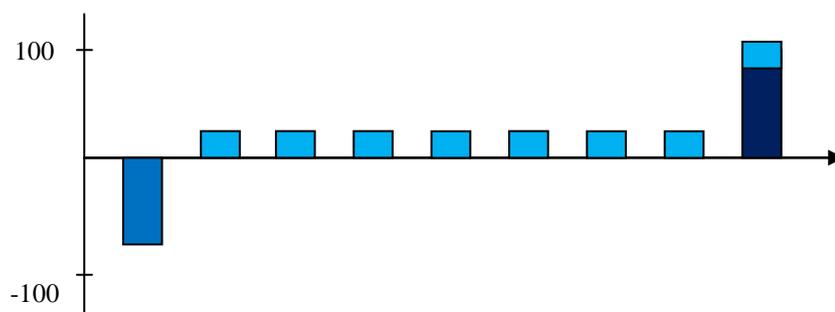


Figura 6: Flussi di cassa di un'obbligazione con rimborso in un'unica scadenza

- ◆ piano di rimborso: definito anche *sinking fund*, rappresenta il metodo di ammortamento più conosciuto nella pratica, in quanto prevede il rimborso dell'emissione attraverso una serie di rate, le quali possono essere determinate in tre modi diversi:
 - pro quota o *amortizing*: in questo caso l'emittente si trova a versare a scadenze prefissate sia la quota degli interessi, rappresentata dalla cedola, sia la quota

capitale, rappresentata da una frazione del valore nominale dell'emissione obbligazionaria.¹²

Nell'immagine sottostante si riproducono i flussi di cassa per l'acquirente di un'obbligazione che prevede il rimborso con il metodo del pro quota: al tempo zero egli acquista l'obbligazione, successivamente riceve le cedole a cui si sommano le quote capitali, la cui somma è pari al valore nominale del titolo.

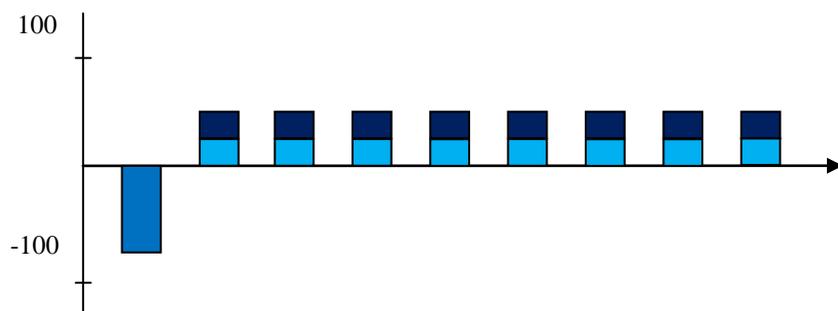


Figura 7: Flussi di cassa di un'obbligazione con rimborso *amortizing*

- tramite estrazione a sorte o *by drawing*: in occasione del pagamento delle cedole, l'azienda emittente decide di estrarre a sorte i numeri di serie di un certo numero di obbligazioni ed ai relativi titolari viene versato l'intero valore di rimborso;
- tramite acquisti sul mercato secondario o *market purchase*: in questo caso, la restituzione del finanziamento, non avviene tramite estrazione a sorte dei numeri di serie delle obbligazioni, ma attraverso il riacquisto, ed il successivo annullamento, da parte dell'emittente di un predefinito stock di obbligazioni.

Nell'immagine sottostante si riproducono i flussi di cassa per l'acquirente nelle due ipotesi menzionate (tramite estrazione a sorte e tramite acquisti sul mercato secondario): al tempo zero egli acquista l'obbligazione, successivamente riceve le cedole a cui si sommano le quote capitali e, in corrispondenza della quarta e dell'ottava scadenza, l'emittente restituisce l'intero valore nominale del titolo.

¹² In matematica finanziaria è possibile distinguere tra due tipologie classiche di ammortamenti: il primo tipo prende il nome di ammortamento francese, e prevede la costanza delle rate, ossia la somma della quota capitale e della quota interessi deve essere sempre la stessa per tutta la durata del finanziamento, mentre il secondo tipo prende il nome di ammortamento italiano, e prevede la costanza della sola quota capitale, mentre la rata varia di volta in volta dipendente dalla componente della quota interessi.

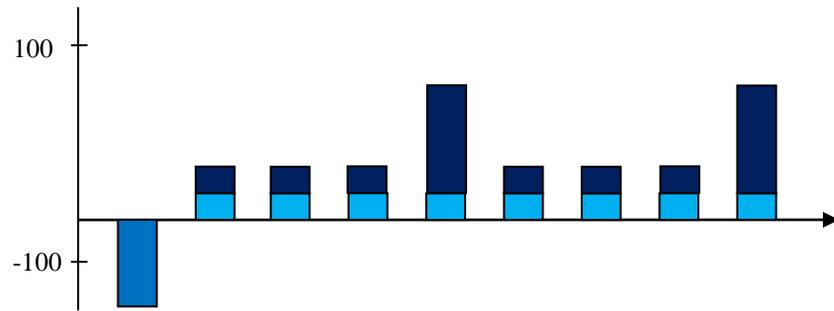


Figura 8: Flussi di cassa di un'obbligazione con rimborso *by drawing / market purchase*

- ◆ facoltà di rimborso anticipato per l'emittente: definita anche *callable bonds*, questa pratica prevede la possibilità per l'emittente il rimborso anticipato del finanziamento rispetto alla scadenza prevista dal contratto.

Si tratta di una clausola molto gravosa per l'investitore ma l'emittente avrà convenienza ad esercitare tale facoltà quando i tassi di mercato sono inferiori rispetto al momento dell'emissione, potendo rifinanziarsi ad un costo minore. Inoltre, si prevede che, in caso di rimborso anticipato, l'emittente non si limiti a rimborsare i titoli alla pari, ma versi anche un ulteriore premio agli obbligazionisti, definito *call premium*.

Nell'immagine sottostante si riproducono i flussi di cassa per l'acquirente, ipotizzando che il rimborso dell'obbligazione avvenga in modo anticipato rispetto alla scadenza pattuita inizialmente: al tempo zero egli acquista l'obbligazione, successivamente riceve le cedole e, in corrispondenza della quarta scadenza, l'emittente decide di restituire l'intero valore nominale del titolo maggiorato del *call premium*.

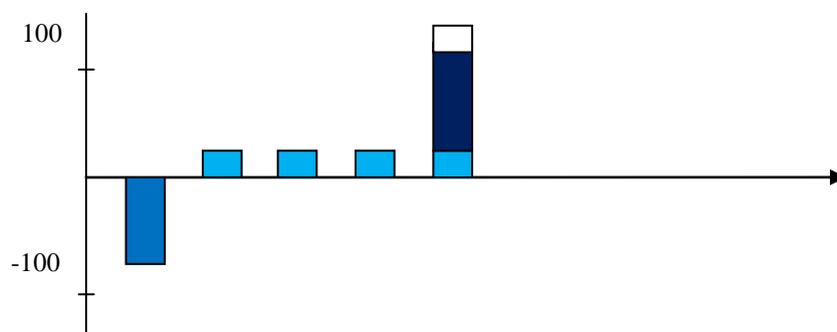


Figura 9: Flussi di cassa di un'obbligazione con rimborso anticipato

- ♦ offerta pubblica di acquisto da parte dell'emittente: definita anche *buyback*, questa usanza prevede la decisione da parte dell'emittente di estinguere il finanziamento lanciando un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli in circolazione o su una parte di essi, ad un prezzo superiore alle quotazioni del mercato.

Nel caso in cui l'operazione vada a buon fine, il prenditore raggiunge l'obiettivo di ridurre l'entità del suo finanziamento oppure di estinguerlo in tempi rapidi e ad un costo prefissato.

1.4.4 La presenza di garanzie collaterali

Un aspetto da non trascurare dei prestiti obbligazionari è rappresentato dal grado di tutela degli investitori nell'ipotesi in cui il prenditore si rilevi insolvente, ossia non sia in grado di adempiere in modo regolare e totale agli impegni assunti in base al contratto. In tal senso, il legislatore si è preoccupato di creare una nuova tipologia di obbligazione, che prende di nome di obbligazione garantita, definita anche *secured o covered bond*: si tratta di prestiti caratterizzati da un rischio molto basso e da un'elevata liquidità, in quanto il titolo viene facilmente negoziato nel mercato obbligazionario.

La differenza, rispetto alle classiche obbligazioni, definite anche *unsecured*, consiste nel fatto che in caso di fallimento del prenditore, gli investitori vengano soddisfatti in via primaria e collettiva attraverso la liquidazione dei crediti destinati alla loro copertura e delle attività di elevata qualità appositamente messe da parte.

A questi minori rischi corrispondono anche rendimenti più bassi: infatti, gli obbligazionisti sono disposti a chiedere un rendimento minore rispetto ai titoli obbligazionari non garantiti, e questo rappresenta un vantaggio molto consistente per l'emittente in quanto riesce ad ottenere capitale sopportando dei costi molto bassi.

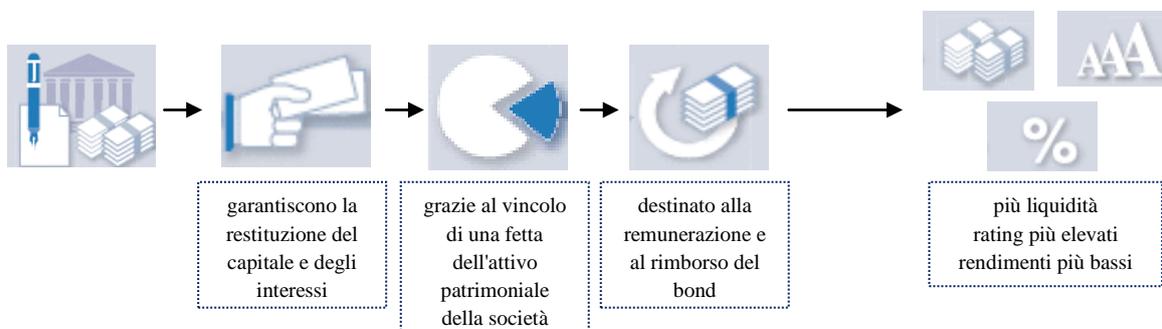


Figura 10: Caratteristiche *Covered Bonds* (fonte Borsa Italiana)

CAPITOLO 2

Il processo originatore

2.1 Introduzione

Dopo aver introdotto nel corso del primo capitolo le caratteristiche generali del Mini Bond, lo scopo per cui è stato pensato dal Governo ed i suoi vantaggi, in questo capitolo si inizieranno a descrivere in modo più approfondito le fasi che portano all'emissione dell'obbligazione.

In particolare, il processo che si descriverà in questo capitolo è quello ideato e messo a punto da Banca Popolare di Vicenza, la quale è una delle poche banche nel panorama italiano ad essersi cimentata per prima in questa nuova tipologia di operazione.

L'aspetto innovativo promosso da Banca Popolare di Vicenza riguarda il fatto che l'istituto bancario veneto non ha deciso di costituire appositamente un fondo di investimento controllato dalla stessa Banca, ma ha deciso di stanziare un semplice plafond di un ammontare complessivo di 250 milioni di Euro da destinare alla sottoscrizione di Mini Bond per tutto il 2014.

I Mini Bond originati da Banca Popolare di Vicenza appartengono alla categoria *senior unsecured*, ossia obbligazioni di tipo *corporate* non garantite: questo significa che in caso di fallimento dell'emittente gli investitori possono essere soddisfatti su tutti i beni del debitore in base al principio della "*par condicio creditorum*", o comunque in posizione postergata rispetto a tutti i crediti che vantano delle garanzie.

La dimensione di ogni emissione può andare da un minimo di 5 milioni di Euro fino ad un massimo di 50 milioni di Euro, con scadenze comprese tra i 4 ed i 7 anni. Si prevede il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, con cedola fissa annuale che mediamente si attesta attorno al 6,5%.

Rispetto ad un investimento in Titoli di Stato, il rischio dei Mini Bond è maggiore perché è presente il cosiddetto rischio generale di impresa, con il quale si intende l'insieme dei fattori, positivi o negativi, che possono influenzare l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda.

Per far fronte a questo rischio insito nell'operatività aziendale, nel regolamento del prestito obbligazionario si prevede una struttura dettagliata di clausole, finanziarie e non finanziarie, denominate *covenants*, a protezione dell'investitore.

2.2 Il ruolo della Banca

Il Decreto Sviluppo prevede che l'emissione sia assistita da uno *sponsor*, in particolare per quelle aziende che non hanno azioni quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, il quale ha la funzione di assistere l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e di supportarlo nella fase di collocamento degli stessi.

Il Decreto Legislativo del 1° settembre 1993, n. 385, identificato anche come Testo Unico Bancario, ed il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, identificato anche come Testo Unico della Finanza, definiscono in modo puntuale i soggetti che possono svolgere il ruolo di *sponsor*:

- * la banca è definita come l'impresa che svolge in via riservata l'attività bancaria, la quale ricomprende sia la raccolta del risparmio tra il pubblico, ossia l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, che l'esercizio del credito, ossia la concessione di finanziamenti.

Il modello di banca che attualmente viene adottato prende il nome di "banca universale" in quanto questi intermediari possono svolgere, oltre alla tipica attività bancaria, anche ogni altra attività finanziaria, connessa e strumentale.

- * l'impresa di investimento viene comunemente identificata con la Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), ossia un intermediario finanziario specializzato nello svolgimento dei servizi o delle attività di investimento, come ad esempio la consulenza in materia di investimenti, la gestione dei portafogli e dei sistemi multilaterali di negoziazione,... ;
- * la Società di Gestione del Risparmio (SGR) viene identificata come un intermediario specializzato nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio che comprende l'istituzione e l'organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con l'insieme dei fondisti;
- * la Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) è definita come una società per azioni la cui caratteristica fondamentale è la variabilità del proprio capitale sociale, in quanto lo stesso diventa l'oggetto dell'investimento presso il pubblico mediante l'emissione di azioni proprie.

A differenza dei fondi comuni di investimento in cui il fondista sottoscrive solamente una quota del fondo, la partecipazione nelle SICAV prevede direttamente l'acquisto delle azioni della società.

La proposta commerciale messa a punto da Banca Popolare di Vicenza prevede che l'istituto bancario veneto svolga per conto dell'emittente una serie di attività, le quali sono:

- l'*arrangement* dell'emissione: la Banca si impegna a strutturare l'intera operazione per conto della potenziale azienda emittente, la quale presuppone uno studio di fattibilità iniziale, da parte di un team di esperti, che si conclude con la definizione del prezzo, dato dal tasso di interesse che verrà corrisposto agli investitori;
- l'*underwriting* di parte dell'emissione¹³: la Banca strutturando l'operazione, si impegna a sottoscrivere i titoli obbligazionari che l'azienda andrà ad emettere sul mercato sia a supportare l'azienda nella successiva fase di collocamento degli stessi presso gli investitori qualificati;
- il *market making* dei Mini Bond: una volta terminato il cosiddetto mercato primario, in cui il titolo viene sottoscritto dagli investitori professionali e l'impresa emittente riceve il prestito, il Mini Bond viene quotato nel mercato secondario, in cui viene solamente negoziato.

In questa fase la Banca deve assicurare la liquidabilità del titolo nel mercato, ossia deve essere in grado di garantire, fino alla scadenza dell'obbligazione, delle proposte di acquisto e vendita dei titoli;

- la valutazione periodica: successivamente all'emissione del Mini Bond, la banca può essere tenuta ad effettuare, con cadenze prestabilite, una valutazione periodica dei titoli obbligazionari emessi e garantire il rispetto dei *covenants* posti a protezione dell'investitore a fronte del rischio generale d'impresa.

¹³ A questo proposito, il comma 16 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, prevede che lo *sponsor* deve detenere obbligatoriamente nel proprio portafoglio, fino alla scadenza naturale dei titoli obbligazionari emessi, una loro quota, la quale è calcolata in modo scaglionato:

- 5% per le emissioni fino a 5 milioni di Euro;
- in aggiunta alla precedente quota, un ulteriore 3% per le emissioni che superano di valore i 5 milioni di Euro fino ai 10 milioni di Euro;
- in aggiunta alle precedenti quote, un ulteriore 2% per le emissioni che superano i 10 milioni di Euro.

2.3 Il processo di emissione

Dopo aver descritto il ruolo che la Banca ha all'interno del processo che porta all'emissione del Mini Bond, in questo paragrafo si vuole proporre una sorta di cronologia dell'operazione utile al potenziale emittente al fine di comprendere la particolarità e la complessità dell'intervento che intende intraprendere.

È possibile definire e scandire in ordine cronologico tre fasi salienti del processo:

1. il processo di selezione
2. il *pricing* e la documentazione contrattuale di *arrangement*
3. il processo di sottoscrizione e collocamento

2.3.1 Il processo di selezione

La fase preliminare dell'emissione del Mini Bond può essere riassunta sotto l'espressione "Processo di Selezione", il quale dura all'incirca 60 giorni e prevede al suo interno tre fasi piuttosto laboriose.



Figura 11: Il processo di selezione

La prima fase del processo di selezione prevede l'identificazione delle aziende di riferimento che possono essere idonee all'emissione del Mini Bond, le quali devono rispettare, oltre ai requisiti stabiliti dal Decreto Sviluppo, anche quelli stabiliti dal Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare di Vicenza.

Cerved Group, la più grande agenzia di *rating* italiana riconosciuta sia dalla Banca d'Italia sia dalla Banca Centrale Europea, in una ricerca condotta nel corso del 2013 ha stimato il numero delle imprese italiane non quotate, ad esclusione delle micro imprese, che potrebbero emettere lo strumento finanziario.

La popolazione di imprese prese come riferimento per lo studio si compone di circa 156 mila società, di cui 52 mila con un fatturato annuo superiore ai 5 milioni di Euro. Sono state escluse dal campione le società che presentano un fatturato inferiore ai 5 milioni di Euro, poiché è molto improbabile che emettano il Mini Bond visto il limitato giro di affari.

In base al campione ottenuto, circa 35 mila di queste 52 mila società possono essere considerate “*investment grade*”, ossia presentano un rischio di credito relativamente ridotto.

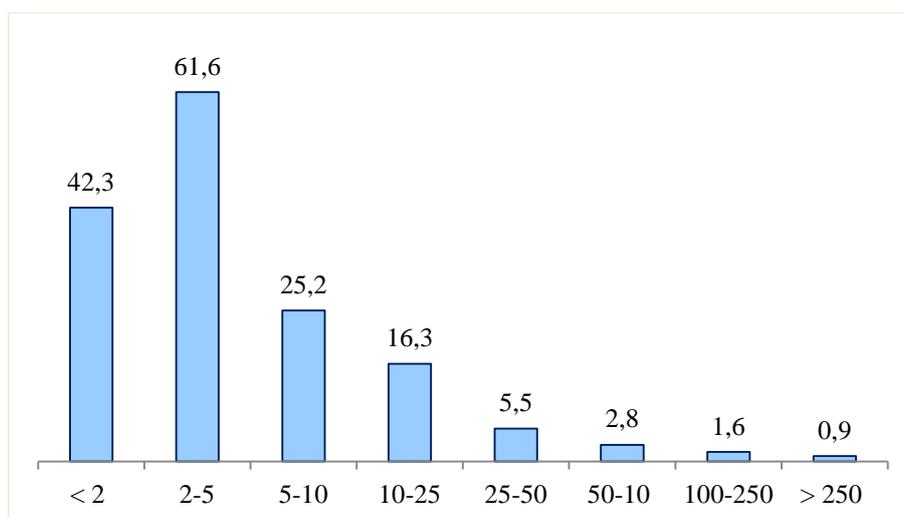


Figura 12: Potenziali emittenti per classe di fatturato (fonte Cerved)

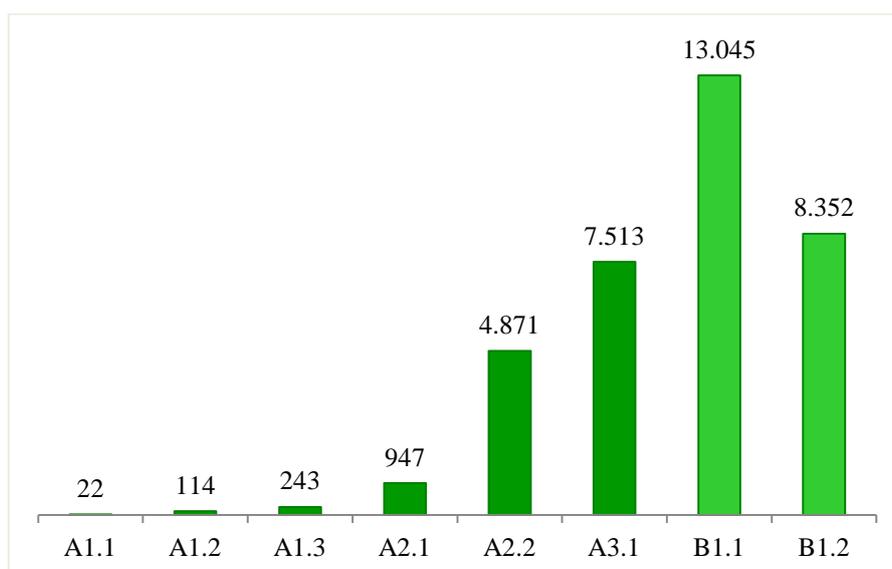


Figura 13: Potenziali emittenti per classe di rating Cerved (fonte Cerved)

Ai fini di Banca Popolare di Vicenza, le imprese target sono quelle che presentano:

- una fascia di fatturato compresa tra i 15 e i 250 milioni di Euro;
- una redditività in crescita, ossia un andamento crescente dell'Ebitda;
- una buona marginalità, ossia un rapporto Ebitda/Valore della Produzione mediamente superiore al 5%;
- un coefficiente di indebitamento Posizione Finanziaria Netta/Ebitda mediamente inferiore a 4.

È possibile riassumere il campione di riferimento ottenuto attraverso una “piramide di selezione”, dove alla base ci sono le 52 mila imprese che presentano un fatturato superiore ai 5 milioni di Euro, nel mezzo ci sono le 35 mila imprese che presentano un *rating* Cerved uguale o superiore alla classe B1.2 ed in cima ci sono le 4,5 mila imprese che presentano le caratteristiche ideali descritte dalla Banca.



Figura 14: Piramide di selezione

Nella pratica operativa, i potenziali emittenti sono identificati e segnalati dalla Rete Commerciale del Gruppo Banca Popolare di Vicenza, oppure, sono segnalati da soggetti esterni, come ad esempio le società di revisione, che collaborano su più fronti con gli istituti di credito.

La seconda fase del processo di selezione prevede il rispetto di determinati requisiti di eleggibilità prefissati dalla Banca che permettono di discriminare i potenziali emittenti, in quanto non tutte le segnalazioni pervenute possono essere prese in considerazione.

I requisiti di eleggibilità imposti dal Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare di Vicenza sono:

- ~ il possesso di un *rating* interno inferiore ad una determinata soglia, se il potenziale emittente fa già parte della clientela della Banca;
- ~ l'ottenimento di un *rating* esterno indipendente considerato di *investment grade*;
- ~ la classificazione dell'impresa *in bonis*;
- ~ l'assenza di anomalie gravi nel monitoraggio andamentale della Centrale dei Rischi.

A questo stadio iniziale del processo, l'analista è tenuto a redigere una breve ed esaustiva relazione sulla potenziale impresa emittente, con lo scopo di fornire delle indicazioni più approfondite.

Il report viene successivamente convalidato da un Tavolo Tecnico: in tale sede, i responsabili della Banca discutono di una prima fattibilità dell'operazione e le difficoltà che si possono incontrare nella relativa strutturazione.

La prima analisi che l'esperto è tenuto a fare riguarda i principali documenti di bilancio, che possono essere recuperati da database, come ad esempio Aida, se l'azienda segnalata non è cliente del Gruppo, oppure possono essere recuperati direttamente dalla Rete Commerciale.

Solitamente si prendono in considerazione gli ultimi tre esercizi in modo da delineare un quadro più completo dell'andamento aziendale. Se l'esperto ha a disposizione la Nota Integrativa o la Relazione sulla Gestione è possibile fornire delle indicazioni ancora più precise ed esaustive sui valori numerici ottenuti, spiegando eventuali elementi che potrebbero essere determinanti in sede decisionale.

Oltre ad esaminare l'andamento economico, patrimoniale e finanziario, l'esperto procede ad analizzare il rischio del potenziale emittente, attraverso lo strumento del *rating*, il quale può essere sia interno, se l'azienda è già cliente del Gruppo, sia esterno. Infine, sempre se il potenziale cliente rientra nella clientela della Banca, attraverso il flusso di ritorno personalizzato della Centrale dei Rischi è possibile osservare la presenza di eventuali anomalie nei confronti dell'intero sistema bancario e finanziario.

Se i requisiti di eleggibilità sono rispettati ed il parere del Tavolo Tecnico è positivo, si può procedere alla terza ed ultima fase del processo di selezione, che prevede l'organizzazione di un incontro con il potenziale emittente.

La Rete Commerciale, struttura che intrattiene quotidianamente i rapporti con i clienti, organizza un *meeting*, presso ogni potenziale emittente selezionato, con il preposto del Team Mini Bond della Banca, al fine di condividere le caratteristiche di una possibile operazione e capire le reali motivazioni sottostanti alla richiesta.

Due condizioni necessarie per far emettere un Mini Bond attraverso la piattaforma messa a punto da Banca Popolare di Vicenza sono: l'approvazione dell'ultimo bilancio di esercizio da parte di una società di revisione di rilevanza internazionale e l'utilizzo dei proventi con la finalità di investimento e non con la finalità di ristrutturazione del debito esistente, come ad esempio l'acquisizione di un'azienda concorrente, l'aumento della capacità produttiva e l'espansione del business all'estero.

Dopo l'incontro con l'azienda, la quale consegna all'analista della Banca un *Business Plan* in cui spiega in modo dettagliato le motivazioni della richiesta del Mini Bond, si procede alla redazione di una "Nota di delibera" in cui l'analista esamina in modo puntuale tutte le informazioni ricevute durante l'incontro con l'azienda emittente.

In questa fase assumono una rilevanza particolare i documenti contabili prospettici (solitamente a tre o cinque anni) e le assunzioni sottostanti ai piani industriali in quanto, in base a queste informazioni, l'esperto procede ad effettuare un'analisi di sensitività, utile per comprendere il comportamento dell'azienda al mutare di determinati parametri economico-patrimoniali.

La "Nota di delibera" viene successivamente sottoposta all'organo deliberante, il quale fornisce un'opinione formale di investimento. L'approvazione finale dell'operazione spetta al Direttore Generale oppure al Consiglio di Amministrazione, a seconda degli importi di emissione.

2.3.2 Il pricing e la documentazione contrattuale

Una volta che l'operazione viene giudicata fattibile da parte degli organi decisionali della Banca, il Team Mini Bond procede a strutturare il prestito obbligazionario, determinando tutti gli elementi di costo, che l'azienda emittente dovrà sostenere, il cosiddetto *pricing*, e predisponendo la documentazione contrattuale.

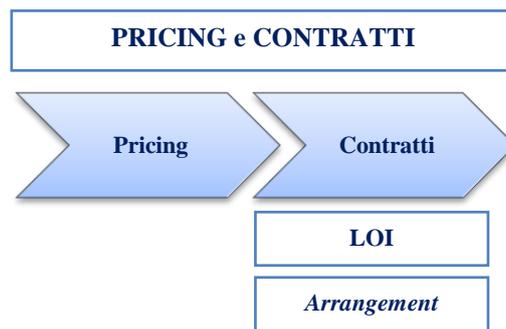


Figura 15: Il *pricing* e la stipulazione dei contratti di *arrangement*

Rispetto ai prestiti bancari tradizionali, i Mini Bond rappresentano decisamente un'alternativa mediamente più costosa per le imprese, ma solamente in questo modo si da loro la possibilità di affacciarsi al mercato, nazionale ed internazionale, dei capitali.

I corrispettivi che l'emittente deve versare sono composti da:

- il tasso cedolare rappresenta il tasso di interesse utilizzato per determinare l'ammontare delle cedole o *coupon*: se le cedole sono annuali allora il tasso cedolare è un tasso di interesse annuo, mentre se le cedole sono semestrali allora il tasso cedolare è un tasso di interesse convertibile due volte all'anno.

Il tasso cedolare prende in considerazione tre elementi:

- il rischio sistemico italiano: nel linguaggio comune si intende il rischio che non può essere eliminato attraverso una diversificazione del portafoglio in quanto dipende da tutti quei fattori che influiscono in modo generalizzato su tutte le imprese presenti sul mercato e che caratterizzano una determinata economia;
- l'aggiustamento in base al rischio di credito: il tasso cedolare è aggiustato in base alla probabilità di *default* dell'emittente, ossia più alta è la probabilità di *default* ad un anno dell'emittente, in base al giudizio di *rating* affidato, maggiore sarà il tasso cedolare corrisposto;
- il premio per la liquidità: tale elemento viene richiesto dagli investitori in aggiunta al rendimento del titolo in quanto maggiore è l'illiquidità del titolo maggiore deve essere il compenso riconosciuto agli investitori; tale componente dipende principalmente dall'ammontare dell'emissione obbligazionaria, ossia maggiore è l'emissione obbligazionaria minore è il premio per la liquidità pagato.

- il costo del *rating*, viene corrisposto all'agenzia di *rating* quando la stessa incontra l'azienda per emettere il cosiddetto *rating solicited*. Il *rating* di emissione viene convalidato da Cerved Group, il quale è in grado di fornire una valutazione esterna ed oggettiva del merito di credito delle imprese non finanziarie italiane.
Anche se il Decreto Sviluppo non specifica se le emissioni obbligazionarie debbano possedere o meno un *rating*, Banca Popolare di Vicenza ha deciso di stimare comunque il rischio di credito a carico delle aziende emittenti il Mini Bond, fornendo una maggiore trasparenza nei confronti degli investitori.
- il costo della certificazione del bilancio rappresenta un onere necessario solamente per quelle imprese emittenti che non hanno mai provveduto a revisionare e certificare il bilancio: tale costo conteggia il tempo effettivamente impiegato dai revisori contabili nell'espletamento del loro mandato, ma dipende anche dalle dimensioni dell'azienda e dall'organizzazione interna del sistema amministrativo e contabile.
- l'*arrangement fee* rappresenta la commissione riconosciuta dall'azienda emittente alla Banca nella qualità di *arranger* dell'operazione, ossia definisce l'ammontare della remunerazione riconosciuta per il servizio di strutturazione del Mini Bond. Tale importo viene espresso in *basis point* in base al valore nominale complessivo del Mini Bond e sarà dovuto dalla società emittente alla data in cui le obbligazioni saranno ammesse alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT PRO.
- i costi legali sono un onere necessario da sostenere in quanto la Banca, in relazione alla strutturazione del Mini Bond, non svolge direttamente il servizio di assistenza legale e fiscale in favore dell'azienda emittente e deve affidarsi ad un consulente esterno.

Dopo aver stilato tutti i costi a carico dell'azienda emittente, l'analista del Team Mini Bond redige il cosiddetto *Termsheet*, un documento sottoscritto sia dalla Banca che dall'emittente che riassume le principali caratteristiche dell'obbligazione, come ad esempio il valore nominale dell'obbligazione, il prezzo di emissione, il tasso cedolare, la data di emissione e la durata del prestito.

Emittente	
Nome del Titolo	
Status	Senior Unsecured
Banca Arranger	Banca Popolare di Vicenza
Valore Nominale	2,5 – 50 milioni di €
Data di Emissione	2014
Data di Scadenza	2019
Prezzo di Emissione	Alla Pari
Tasso Cedolare	5 – 7,5 %
Taglio Minimo	100.000 €
Frequenza delle Cedole	Annuale – Semestrale
Quotazione	ExtraMOT PRO
Rating Cerved	A1.1 – B1.2 (<i>Investment Grade</i>)
Codice ISIN	IT ...
Covenants	Finanziari e Non Finanziari

Tabella 4: Esempio di *Termsheet* sottoscritto dalle parti

Dopo che le parti hanno sottoscritto il *Termsheet*, la Banca propone all'impresa emittente la Lettera di Intenti, che rappresenta uno strumento precontrattuale attraverso il quale le parti disciplinano le modalità di svolgimento della trattativa, ed il Mandato di *Arrangement*, che rappresenta il vero contratto in cui la società emittente conferisce in modo irrevocabile alla Banca l'incarico di *arranger* esclusivo della società per la strutturazione e l'esecuzione dell'operazione.

In particolare, nel mandato di *Arrangement*, la Banca si impegna a fornire alla società assistenza per la procedura di ammissione alla negoziazione del Mini Bond sul mercato ExtraMOT PRO, nell'instaurazione del rapporto con Banca d'Italia ai fini dell'ottenimento del codice ISIN in relazione alle obbligazioni e nell'instaurazione del rapporto con Monte Titoli per la gestione accentrata delle obbligazioni.

Arrivati a questo punto del processo di emissione, la procedura prevede un passaggio ulteriore a seconda della tipologia societaria adottata, ossia se l'emittente è una società a responsabilità limitata oppure una società per azioni.

Se l'emittente del Mini Bond è una società a responsabilità limitata, bisogna controllare lo statuto, il quale deve prevedere in modo esplicito la possibilità di emettere titoli di debito.

Nel caso in cui lo statuto dell'emittente preveda la possibilità di mettere in circolazione titoli di debito, deve essere indicato anche l'organo competente a deliberare in merito all'emissione, le maggioranze necessarie per la decisione, nonché gli eventuali limiti. Se, invece, lo statuto nulla dispone in merito all'emissione di titoli di debito, è necessario apporvi delle modifiche: in tal caso, l'emittente dovrà convocare un'assemblea straordinaria.

Il verbale dell'assemblea, redatto da un notaio, deve essere depositato ed iscritto nel Registro delle Imprese competente a cura degli amministratori: solamente dopo l'iscrizione, la delibera produce i suoi effetti e può essere eseguita.

Se l'emittente del Mini Bond è una società per azioni, non è necessario che lo statuto preveda in modo esplicito la possibilità di emettere titoli obbligazionari, in quanto la competenza a deliberare in tale materia, in assenza di diversa disposizione, spetta all'organo amministrativo: il Consiglio di Amministrazione se la società adotta il modello tradizionale oppure il modello monistico, ed il Consiglio di Gestione se la società adotta il modello dualistico.

La delibera di emissione deve essere redatta da un notaio, il quale deve procedere sia al controllo di legalità che al deposito e all'iscrizione nel Registro delle Imprese competente della stessa. La delibera produce i suoi effetti e può essere eseguita solamente dopo l'iscrizione.

Dopo l'iscrizione dell'atto, l'azienda è tenuta ad istituire il cosiddetto "libro delle obbligazioni", se l'emittente è una società per azioni, oppure il "registro dell'emittente", se l'emittente è società a responsabilità limitata.

In tali registri devono essere specificate le seguenti informazioni:

- l'ammontare dei Mini Bond emessi;
- le generalità dei possessori;
- le clausole relative ai trasferimenti ed ai vincoli relativi ai Mini Bond.

2.3.3 Il collocamento e l'emissione del Mini Bond

La fase finale dell'intero processo si conclude con l'emissione del Mini Bond e viene suddivisa in mercato primario, in cui avviene il collocamento del Mini Bond, e in mercato secondario, in cui lo strumento obbligazionario viene quotato nel segmento di mercato denominato Extra MOT PRO.



Figura 16: Emissione del Mini Bond

Con il termine collocamento si fa riferimento all'attività di sottoscrizione e di distribuzione degli strumenti finanziari presso soggetti terzi: più in particolare, si intende quell'attività che consiste nel far acquistare agli investitori nuovi titoli oppure titoli già emessi per conto di un emittente attraverso la loro distribuzione.

La sottoscrizione dei titoli può essere effettuata sia tramite offerta privata sia pubblica. Nel caso dell'offerta privata, definita anche *private placament*, lo *sponsor* dell'emissione agisce come agente di collocamento, in quanto gli strumenti obbligazionari di nuova emissione sono collocati presso un numero potenzialmente limitato di investitori qualificati.

Nel caso dell'offerta pubblica, definita anche *public offering*, il collocamento può avvenire secondo tre modalità differenti:

- il collocamento semplice: questa prima modalità prevede che lo sponsor dell'emissione metta a disposizione dell'emittente la propria rete di conoscenze commerciali ed offra in sottoscrizione gli strumenti obbligazionari emessi senza farsi carico dell'esito dell'operazione.

Attraverso questa prassi di collocamento l'intermediario riscuote due tipologie di commissioni per il servizio prestato: la prima, che prende il nome di commissione di collocamento e viene corrisposta dall'emittente, mentre la seconda, che prende il nome di commissione di intermediazione, viene corrisposta dagli investitori.

- il collocamento con assunzione a fermo: questa seconda modalità si articola in due fasi poiché lo *sponsor* dell'emissione, prima sottoscrive integralmente la totalità degli strumenti obbligazionari emessi ad un prezzo prestabilito, e successivamente cerca di collocarli presso il pubblico degli investitori, fissando in modo arbitrario tutte le caratteristiche dell'operazione, compreso il periodo ed il prezzo di collocamento.

Sottoscrivendo la totalità del prestito obbligazionario, l'intermediario sopporta direttamente il rischio connesso alla distribuzione degli strumenti finanziari tra il pubblico degli investitori.

- il collocamento con assunzione di garanzia: questa terza modalità prevede l'intervento dello *sponsor* solamente per garantire il buon esito del collocamento degli strumenti obbligazionari, in quanto se gli stessi non vengono sottoscritti, al termine del periodo di collocamento l'intermediario si impegna ad acquistarli.

Banca Popolare di Vicenza, nella veste di Banca *arranger* quando struttura il Mini Bond, si impegna a sottoscrivere i titoli obbligazionari che l'azienda andrà ad emettere sul mercato nel caso in cui non siano sottoscritti dagli investitori, nei limiti dell'importo garantito. Inoltre, si impegna a detenere nel proprio portafoglio il 5% di ogni emissione fino alla scadenza.

Ciò vuol dire che se al termine del mercato primario i Mini Bond emessi dall'emittente non sono stati integralmente sottoscritti da parte degli investitori professionali, la Banca si impegna ad acquistarli per garantire il buon esito dell'operazione.

Contestualmente al lancio di ogni operazione, Banca Popolare di Vicenza mette a disposizione degli investitori un "*Info Package*" sia in lingua italiana che in lingua inglese, contenente il *Company Profile*, il Documento di Ammissione ed il Report di *Cerved Group Rating*. Questo pacchetto informativo viene pubblicato nel sito web dell'azienda emittente assieme ai documenti di bilancio dell'ultimo biennio, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione.

Questa fase si rivela essere la più importante di tutto il processo in quanto si vede l'"appetibilità" del titolo da parte del mercato, in termini di fondamentali aziendali, di caratteristiche del business svolto dall'emittente e dal rapporto rischio-rendimento che viene offerto.

La fase della sottoscrizione e del collocamento dell'obbligazione prende il nome di mercato primario e dura all'incirca 15 giorni lavorativi. Al termine di questa fase l'azienda emittente si vede consegnare le somme raccolte.

Dopo la sottoscrizione da parte degli investitori professionali nel mercato primario, in cui l'emittente raccoglie effettivamente le risorse monetarie, il Mini Bond passa nel mercato secondario, in cui non c'è più un coinvolgimento diretto dell'emittente e si raggruppano tutti i titoli in circolazione, i quali ci rimangono fino alla relativa scadenza, a meno che l'emittente non decida di rimborsare anticipatamente il prestito.

Anche in questa fase possono acquistare il titolo solamente gli investitori professionali. Per poter accedere al mercato secondario è necessario che il Mini Bond venga codificato. L'assegnazione del codice ISIN, acronimo di *International Securities Identification Number*, da parte della Banca d'Italia su richiesta dell'emittente il Mini Bond, risponde all'esigenza di identificare in modo univoco lo strumento obbligazionario emesso, sia sui mercati nazionali che sui mercati internazionali.

Tale codice si compone di 12 caratteri alfanumerici che seguono la seguente struttura: le prime due posizioni identificano il Paese competente per l'assegnazione del codice, le nove posizioni successive identificano lo strumento finanziario e l'ultima posizione funge da controllo numerico.

Codice Paese		Codice Strumento									Check
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12

Figura 17: Composizione Codice ISIN

Dopo la richiesta del codice ISIN, e prima dell'ingresso ufficiale dei titoli nel mercato secondario, i Mini Bond devono essere accentrati presso Monte Titoli: le obbligazioni devono essere depositate presso un unico soggetto al fine di consentirne il trasferimento mediante registrazioni contabili, eliminando i rischi ed i costi connessi con la circolazione materiale dei titoli (regime di de materializzazione).

CAPITOLO 3

Strumenti utili all'analista

3.1 Introduzione

Nel capitolo precedente sono state delineate e brevemente descritte tutte le fasi salienti del processo originatore del Mini Bond, la cui conclusione è prevista nell'arco di una novantina di giorni.

Quanto emerge dal precedente capitolo è che la fase più importante ed impegnativa dell'intero processo originatore è quella che riguarda la selezione del potenziale emittente dello strumento obbligazionario nonché lo studio della fattibilità necessario alla strutturazione dell'operazione, nella quale l'analista cerca di analizzare nel modo più accurato possibile il soggetto, attraverso l'ausilio di tre strumenti molto importanti.

Il primo strumento che viene messo a disposizione è il cosiddetto *Business Plan*, un piano in cui l'azienda descrive se stessa, cercando di mettere in evidenza la sua attività caratteristica, ovvero ciò che produce e distribuisce, il suo mercato di riferimento, i suoi punti di forza e di debolezza ed il suo andamento economico-patrimoniale, attraverso l'esposizione dei dati contabili, sia storici che prospettici.

Il secondo strumento a disposizione dell'analista è dato dal *rating*, il quale rappresenta un giudizio riassuntivo della probabilità di insolvenza del potenziale emittente in un determinato orizzonte temporale. Tale giudizio, espresso in base ad una scala alfanumerica, può essere interno, se calcolato direttamente dalla banca *arrangiatrice* dell'operazione, oppure esterno, se viene fornito e calcolato da una società di *rating*, nazionale oppure internazionale, riconosciuta a livello normativo.

Il terzo ed ultimo strumento utilizzato è il *flusso di ritorno personalizzato* che è fornito dalla *Centrale dei Rischi*, la quale rappresenta un sistema informativo che descrive il grado di indebitamento della clientela verso il sistema creditizio. Attraverso questo applicativo, è possibile monitorare l'andamento debitorio di una determinata impresa sia nei confronti del sistema bancario sia nei confronti della singola banca affidante.

3.2 Analisi del Business Plan

Ai fini di una valutazione complessiva sulla potenziale azienda emittente, la Banca, nella qualità di *sponsor* dell'emissione, richiede sempre un *Business Plan*, definito anche Piano Industriale.

Si tratta di un documento che descrive in un'ottica prospettica il progetto di sviluppo dell'impresa e viene utilizzato dalla Banca per analizzare la struttura dell'azienda e la realizzabilità del piano. L'obiettivo principale è verificare se esiste una coerenza tra il progetto di sviluppo che l'imprenditore vuole intraprendere e le evidenze economiche finanziarie rilevate dai documenti contabili presentati.

Il *Business Plan* non è solo uno strumento che l'imprenditore presenta all'istituto di credito allo scopo di ottenere un finanziamento, ma, in una azienda ben strutturata dove sono presenti processi di controllo gestionale e di pianificazione, può essere un mezzo molto utile per capire se i progetti ipotizzati sono attuabili tenendo in considerazione i costi, i tempi di realizzazione e le risorse disponibili.

Formalmente il *Business Plan* è composto da due parti: una descrive gli aspetti qualitativi del progetto, ovvero espone il Piano Industriale che l'imprenditore ha sviluppato e ne specifica le modalità, l'altra fornisce delle indicazioni di tipo quantitativo, ossia l'impatto in termini finanziari sull'azienda.

L'immagine sottostante riporta le singole parti che compongono il *Business Plan*.



Figura 18: Componenti del *Business Plan*

3.2.1 L'*executive summary*

La prima sezione del *Business Plan* che l'analista si trova a dover affrontare è il cosiddetto *Executive Summary* in cui vengono riportati i contenuti del piano che vengono affrontati nel prosieguo del documento.

Solitamente in questa parte introduttiva si trova una descrizione sintetica delle principali caratteristiche dell'azienda, dove vengono indicati la ragione sociale, il tipo di attività svolta, il valore del fatturato, il numero di dipendenti e una spiegazione schematica del progetto.

3.2.2 Descrizione dell'azienda emittente

La seconda sezione che l'analista deve studiare è la descrizione della potenziale azienda emittente il Mini Bond. Questa parte è di fondamentale importanza perché serve ad introdurre l'analista nella realtà in cui si trova ad operare l'azienda, nella sua storia e nei valori che ispirano tutto il suo operare.

In particolare, si espone:

- * il profilo aziendale, dove si riportano i dati anagrafici dell'azienda come la ragione sociale, la sede legale, il settore di attività e la forma giuridica, e dove vengono specificate la collocazione geografica degli stabilimenti produttivi, le eventuali sedi secondarie o unità all'estero e la tipologia di attività svolta, al fine di illustrare sinteticamente il grado di espansione del *business*;
- * la storia, anche se non è obbligatoria, è sempre consigliabile rendere noti tutti gli eventi considerati significativi intercorsi durante la vita della società, soffermandosi su quelli più recenti, poiché hanno contribuito a caratterizzare l'attuale conformazione societaria nonché la *mission*;
- * la *mission* aziendale, ossia una descrizione dell'idea imprenditoriale che sta alla base dell'operatività dell'azienda, la quale si riflette nei prodotti e nei servizi offerti, nei mercati di sbocco, nella tecnologia adottata, nella struttura organizzativa e negli elementi di differenziazione rispetto alla concorrenza. La condivisione della *mission* all'interno dell'azienda è importante in quanto costituisce un punto di riferimento per qualsiasi decisione strategica;

- * l'assetto proprietario, nel quale vengono indicati i titolari delle azioni o delle quote della società, a seconda dalla tipologia societaria adottata, e la percentuale posseduta da ciascuno.

Spesso le aziende sono inserite all'interno di un Gruppo di riferimento: in tal caso, è indispensabile fornire un organigramma aziendale, in cui viene rappresentata l'intera compagine societaria, mettendo in evidenza le aziende controllate dalle aziende controllanti, in modo da chiarire le eventuali relazioni che intercorrono tra le varie società.

3.2.3 Descrizione dell'offerta

Dopo aver fornito una panoramica generale dell'azienda, si passa a descrivere in modo più dettagliato il *core business* aziendale.

La presentazione del prodotto o servizio offerto può seguire il seguente schema:

- descrizione: è buona norma delineare in modo sintetico le principali caratteristiche dei prodotti o dei servizi offerti, così che l'analista si renda conto ancora meglio degli elementi di diversità rispetto a quelli già presenti nell'ambiente economico di riferimento.

Ad esempio per i prodotti di uso comune è sufficiente una descrizione generica dell'aspetto esteriore dei prodotti e dei materiali utilizzati, mentre per i prodotti più complessi occorre fornire maggiori indicazioni relative al loro processo produttivo;

- studi, ricerche e tecnologie: in questa sezione è possibile fornire delle informazioni più tecniche rispetto alla precedente, come per esempio la tipologia di tecnologia impiegata, le tecniche di produzione e gli studi e le ricerche effettuati che hanno portato all'attuale conformazione del prodotto;
- brevetti: il possesso di brevetti da parte dell'azienda offre un'indiscussa posizione di vantaggio competitivo, in quanto l'azienda ha l'esclusiva sui manufatti prodotti e ai concorrenti è vietato produrre, usare e mettere in commercio il prodotto in questione per un determinato periodo di tempo oppure in un determinato ambito territoriale;
- assetto organizzativo: è utile proporre anche un organigramma rappresentativo dell'assetto organizzativo aziendale perché spesso un'organizzazione efficace ed

efficiente può rivelarsi vantaggiosa nei confronti degli altri concorrenti presenti sul mercato.

3.2.4 Il mercato target

L'analisi del mercato è quella parte del *Business Plan* che ha l'obiettivo di descrivere l'ambiente economico nel quale l'azienda si trova ad operare. Grazie a questa sezione l'analista è in grado di capire in cosa consiste la tipicità dell'azienda e la posizione che assume all'interno del mercato di riferimento.

Nella descrizione del sistema di offerta e dell'ambiente competitivo, è importante che l'azienda riesca a mettere in evidenza l'adeguatezza della scelte effettuate, la loro sostenibilità economico-finanziaria e la loro flessibilità ai mutamenti del mercato.

L'azienda deve essere in grado di acquisire i profili delle imprese, in concorrenza diretta¹⁴ ed in concorrenza indiretta¹⁵, che possono sottrarre delle quote di mercato. L'analisi dell'ambiente competitivo in cui l'azienda analizzata opera rappresenta il termine di paragone concreto per valutare l'effettiva bontà del progetto che l'azienda intende realizzare.

Per molti settori merceologici sono disponibili studi di settore e dati statistici aggiornati: l'azienda può sfruttare questo pacchetto informativo, messo a disposizione ad esempio dalle Camere di Commercio, per effettuare l'analisi dell'offerta, la quale si può realizzare studiando il numero dei concorrenti diretti ed indiretti, la segmentazione dell'offerta, in base alla localizzazione geografica, alla grandezza dimensionale, l'esperienza nel settore, l'ampiezza dei prodotti e dei servizi offerti ed i relativi canali distributivi.

Queste informazioni aiutano l'analista a comprendere le strategie commerciali, ossia le tattiche che l'azienda mette in atto per opporsi in modo efficace agli altri *competitors*, e le modalità di organizzazione dei fattori della produzione.

¹⁴ La concorrenza è diretta, quando le altre aziende presenti sul mercato di riferimento riescono ad offrire prodotti oppure servizi che sono quasi identici a quello prodotto dall'azienda analizzata e sono destinati allo stesso utente finale. Questi beni sono considerati perfettamente sostituibili, sebbene possano avere delle caratteristiche tecniche e di produzione differenti non visibili all'utente finale.

¹⁵ La concorrenza è indiretta quando le altre aziende presenti sul mercato di riferimento offrono un prodotto effettivamente differente da quello prodotto dall'azienda analizzata, ma l'utente finale potrebbe comunque renderlo sostituibile.

3.2.5 Descrizione del progetto

Dopo aver descritto l'azienda, il suo sistema di offerta ed il suo mercato di riferimento analizzandone i concorrenti, sia diretti che indiretti, è giunto il momento di dare spazio al progetto imprenditoriale che l'emittente intende intraprendere. Questa parte è fondamentale soprattutto nei *Business Plan* che vengono presentati agli intermediari finanziari, poiché da questa analisi dipende la continuazione dell'esame del documento.

In questa sezione, l'analista deve comprendere in che cosa consiste il progetto imprenditoriale che l'azienda vuole attuare, come ad esempio il lancio di un nuovo prodotto innovativo, rispetto a quello offerto dai concorrenti, oppure l'adozione di nuovi macchinari e di nuove tecnologie per implementare l'attività produttiva.

Come ribadito nel corso del primo capitolo, lo scopo per cui il Mini Bond viene emesso è quello di dare nuova linfa alle piccole e medie imprese, offrendo loro nuove opportunità di crescita, di espansione e di competitività, sia a livello nazionale che internazionale. Per tale ragione, chi redige questa sezione del documento deve prestare molta attenzione nel presentare i contenuti del progetto in modo coerente con le finalità del piano.

In questa sezione è necessario attribuire una certa importanza anche all'orizzonte temporale di riferimento: può infatti succedere che la realizzabilità dei piani, anche molto ambiziosi, risulti vanificata dalla difficoltà di stabilire con precisione l'intervallo di tempo utile per trasformare le idee in realizzazioni concrete.

Diversamente dal *Budget*, che viene redatto per fissare gli obiettivi da raggiungere, legati principalmente all'attività caratteristica dell'azienda, in archi temporali molto brevi, solitamente da tre a dodici mesi, il *Business Plan* viene stilato solamente quando l'azienda ha intenzione di modificare in modo significativo qualcosa del suo business, ossia quando sono previsti degli interventi che esulano dalla tipica attività dell'impresa, prevedendo un orizzonte di realizzazione medio-lungo, solitamente dai tre ai cinque anni.

In questo contesto l'orizzonte temporale è un indicatore di fondamentale importanza, in quanto se l'azienda presenta un Piano Industriale la cui durata è superiore a quella indicativa, le previsioni possono non essere realistiche in quanto il mercato è estremamente mutevole.

3.2.6 Analisi del piano economico-finanziario

Al termine del *Business Plan* l'analista si trova ad affrontare la parte quantitativa del documento, in cui si traduce in termini economico-finanziari il progetto imprenditoriale delineato nelle precedenti fasi descritte.

Il piano economico-finanziario si concretizza con la redazione di bilanci previsionali riclassificati, che fanno riferimento ad un orizzonte temporale di medio-lungo termine, che generalmente varia dai tre ai cinque anni.

I documenti contabili prospettici che l'azienda mette a disposizione dell'analista sono:

- il conto economico, il quale ha come obiettivo quello di cercare di definire la redditività futura dell'impresa, a seguito della realizzazione del progetto imprenditoriale;
- lo stato patrimoniale, il quale ha come obiettivo quello di rappresentare la composizione della struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa potenziale emittente, ossia come varia il rapporto tra i mezzi propri apportati dai soci ed mezzi di terzi;
- il rendiconto finanziario, il quale ha l'obiettivo di mettere in luce i flussi di cassa prodotti sia dall'attività caratteristica sia dall'attività extracaratteristica che l'azienda riuscirà a produrre nel corso dell'orizzonte temporale previsto.

Al fine di meglio comprendere tutte le valutazioni quantitative fatte dall'azienda, è necessario che le ipotesi alla base del piano economico-finanziario siano spiegate in modo approfondito prima della presentazione dei dati di bilancio previsionali: tali ipotesi prendono il nome di *assumptions*.

Se i dati previsionali presentano delle connessioni logiche coerenti con le *assumptions* ipotizzate alla base e con i dati prospettici rivenienti dai bilanci di esercizio, allora il piano economico-finanziario redatto può considerarsi un documento di qualità e l'analista che si trova ad analizzare i documenti riesce a comprendere in modo chiaro l'ottenimento dei valori stimati.

3.2.7 Analisi SWOT

Infine, con lo scopo di mettere in luce tutti gli elementi, interni ed esterni al sistema aziendale, che potrebbero potenzialmente contribuire al raggiungimento degli obiettivi del progetto esposto, l'azienda è solita ad utilizzare un'analisi SWOT.

L'Analisi SWOT è uno strumento ideato e messo a punto negli anni '60 e '70 da Albert Humphrey in seguito ad una ricerca condotta presso l'Università di Stanford. In pratica, la metodologia proposta consente di raffigurare in modo razionale ed ordinato l'insieme dei fattori sia endogeni che esogeni che possono influenzare l'azienda durante la realizzazione di un determinato progetto.

Lo schema di analisi proposto viene sviluppato attraverso una procedura che analizza quattro fattori, denominati *Strengths*, *Weaknesses*, *Opportunities*, *Threats*, da cui l'acronimo SWOT, che rappresentano una sorta di sentiero da seguire e vengono solitamente inseriti in una matrice, come quella riportata nella figura sottostante.

FATTORI ENDOGENI	STRENGTHS	WEAKNESSES
	Rappresenta l'insieme delle risorse di cui l'impresa dispone, in cui vengono messi in evidenza tutti i punti di forza di cui è dotata e che utilizza per raggiungere i propri obiettivi.	Si descrivono tutti i limiti interni all'impresa che sono di ostacolo alla realizzazione degli obiettivi prefissati.
FATTORI ESOGENI	OPPORTUNITIES	THREATS
	Si descrivono tutte le situazioni favorevoli presenti nell'ambiente esterno all'impresa in base alle quali la strategia aziendale viene elaborata.	Si descrivono tutte le situazioni sfavorevoli presenti nel contesto esterno all'impresa che possono inficiare il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Tabella 5: Matrice SWOT

Per quanto riguarda i fattori endogeni, nella matrice SWOT si devono inserire i punti di forza ed i punti di debolezza che l'azienda potenziale emittente è in grado di disporre in caso di realizzazione del progetto.

I punti di forza ed i punti di debolezza possono essere suddivisi in primari e secondari.

Rientrano nella categoria di primari quegli elementi che sono considerati di imprescindibile importanza e sono “visibili” a tutti coloro che entrano in contatto con l’azienda, come per esempio le disponibilità finanziarie, l’eventuale marchio di cui dispone e la sua riconoscibilità sul mercato, il *know-how* di cui dispone rispetto ai concorrenti, la tecnologia impiegata nella realizzazione dei prodotti e servizi offerti e la struttura organizzativa adottata.

Rientrano, invece, nella categoria di secondari, tutto ciò che presenta delle caratteristiche di minor impatto e comprendono tutti quegli elementi che sono considerati complementari a quelli primari, come per esempio la cultura generale dell’impresa e la sua *mission*.

Per quanto riguarda i fattori esogeni, vanno considerate tutte quelle variabili che si riferiscono all’ambiente esterno, ossia si devono inserire nella matrice SWOT tutte le possibili opportunità e le possibili minacce che possono riflettersi sulla realizzazione del progetto imprenditoriale.

In questo ambito è necessario fare delle considerazioni di natura macroeconomica, prendendo in considerazione il contesto sociale, economico, normativo e politico nei quali l’azienda si trova ad operare, nonché l’analisi della concorrenza.

Combinando insieme questi quattro fattori, l’azione dell’impresa potenziale emittente sarà finalizzata a trarre il massimo profitto dai punti di forza che sono emersi durante l’analisi, eliminare o ridurre in modo significativo i punti di debolezza che possono contribuire a svalutare il progetto che si vuole intraprendere, sfruttare al meglio le opportunità che l’ambiente esterno può offrire e mitigare le eventuali minacce in cui si può incorrere.

L’approccio che l’azienda può seguire quando procede ad un’analisi di questo tipo può essere duplice: da un lato, l’azienda potrebbe fornire una prima elaborazione basata solamente sulle caratteristiche dell’impresa prima della realizzazione del progetto, e successivamente, potrebbe produrre una seconda elaborazione basata solamente sul piano che intende intraprendere, in modo da evidenziarne l’impatto; dall’altro lato, l’azienda potrebbe avviare un’analisi che sottolinea solamente le variazioni che intervengono dopo l’attuazione del progetto, quindi effettuare una sorta di valutazione *ex post*.

3.3 L'importanza del *Rating*

Con lo scopo di garantire la stabilità, l'efficienza e la competitività del sistema finanziario, la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e l'osservanza delle norme emanate in materia creditizia, il Comitato di Basilea, composto dai Governatori delle Banche Centrali dei primi dieci Paesi industrializzati (G10), ha promosso delle regole di vigilanza prudenziale, le quali vogliono stabilire una relazione biunivoca tra l'operatività degli intermediari finanziari ed il proprio patrimonio.

Questo insieme di regole, conosciute come Basilea II, istituiscono un nuovo modo di vedere la vigilanza sugli intermediari finanziari, in quanto non si fa più riferimento alla struttura organizzativa che devono possedere i soggetti vigilati, la cosiddetta vigilanza strutturale, ma si concentra l'attenzione sulla qualità del patrimonio che questi soggetti devono avere, per riuscire a far fronte a tutti i rischi cui possono incorrere nello svolgimento dell'attività caratteristica.

Basilea II ha una struttura basata su tre pilastri portanti:

1. i requisiti patrimoniali minimi: questo primo pilastro propone il mantenimento costante di un requisito patrimoniale minimo, allo scopo di contenere tutti i rischi che possono compromettere l'operatività delle banche e degli intermediari finanziari.

I rischi tipici che i soggetti sottoposti alla vigilanza devono tenere sempre sotto osservazione sono tre: il rischio di credito, identificato come il rischio derivante dalla perdita causata dalla non adempimento alle obbligazioni contratte dai debitori, il rischio di mercato, identificato come il rischio di instabilità dei prezzi ed il rischio operativo, identificato e descritto come il rischio di subire perdite che dipendono dalla non adeguatezza o dal non funzionamento di procedure, risorse umane e sistemi interni ed eventi esterni.

2. il processo di vigilanza prudenziale: questo secondo pilastro detta i principi su cui deve basarsi la vigilanza prudenziale degli intermediari vigilati e propone l'introduzione di ulteriori rischi che gli istituti devono monitorare, come ad esempio il rischio di concentrazione, il rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione, il rischio di liquidità, il rischio residuo, i rischi derivanti da cartolarizzazioni, il rischio strategico ed il rischio di reputazione.

3. la disciplina del mercato: questo terzo pilastro propone il miglioramento dell'informativa al pubblico delle banche e degli intermediari finanziari, per quel che riguarda la struttura e la composizione del patrimonio, il profilo di rischio e le caratteristiche generali dei relativi sistemi di gestione e di controllo.

Questo preambolo normativo al ruolo del *rating* serve solamente per introdurre e descrivere una delle caratteristiche principali delle obbligazioni emesse dalle aziende, ossia quella di essere soggette al rischio di credito.

Le banche e gli intermediari finanziari devono prestare molta attenzione a questo pericolo perché se non valutato e quantificato in modo corretto può inficiare l'intera operatività del soggetto vigilato.

In particolare, ai fini dell'emissione del Mini Bond, si presta molta attenzione alla cosiddetta qualità del credito, perché riguarda l'affidabilità o meno della controparte.

Lo scopo principale dell'analisi del merito di credito è quello di stimare la probabilità di insolvenza dell'emittente, ossia quantificare la probabilità che l'emittente del Mini Bond non sia in grado di far fronte non solo al pagamento degli interessi, rappresentati dalle cedole, e dal capitale derivanti dall'obbligazione finanziaria, ma anche alle obbligazioni conseguenti all'ordinaria amministrazione dell'azienda.¹⁶

La determinazione di questa probabilità è possibile solamente attraverso l'attribuzione di un *rating*, il quale esprime un giudizio sintetico del grado di sicurezza creditizia dell'azienda.

Ai fini della trattazione, l'elemento fondamentale su cui porre attenzione riguarda quindi la qualità creditizia della controparte, ed in particolare, le modalità di attribuzione del *rating*, il quale può essere:

- ♦ interno, se il potenziale emittente è già cliente della banca,
- ♦ esterno, se il potenziale emittente non è cliente della banca.

¹⁶ In questo contesto ci si riferisce al rating dell'emittente del Mini Bond.

Diverso è il concetto di "rating di emissione", definito nella terminologia anglosassone come "*issue specific rating*", con il quale si fa riferimento alla valutazione del merito creditizio di una società in merito ad una specifica obbligazione. In pratica, si fa riferimento alla capacità della stessa di ripagare il servizio del debito nella sua totalità (sia in conto capitale sia in conto interessi), in modo puntuale e per tutta la durata dello strumento finanziario.

3.3.1 Il Rating Interno

Con specifico riferimento al rischio di credito contenuto nel primo pilastro di Basilea II, si prevede che gli intermediari finanziari, al fine di determinare una parte del requisito patrimoniale minimo, debbano ponderare tutte le esposizioni presenti nei propri portafogli in base alla loro rischiosità.

Il rischio di credito può essere espresso attraverso quattro componenti:

- ~ la probabilità di insolvenza che riguarda il debitore, definita *Probability of Default*, è spiegata come la probabilità che una controparte non sia capace di onorare le proprie obbligazioni e passi nello stato di insolvenza nell'orizzonte temporale di un anno¹⁷;
- ~ il tasso di perdita in caso di insolvenza, definita *Loss Given Default*, esprime l'incertezza relativa alla somma che effettivamente verrà recuperata dalla banca al termine delle procedure di recupero del credito¹⁸;
- ~ l'esposizione al momento dell'insolvenza, definita *Exposure at Default*, rappresenta l'ammontare dell'esposizione che la banca o l'intermediario finanziario vanta nei confronti della controparte al momento dell'insolvenza;
- ~ la scadenza effettiva, definita *Maturity*, rappresenta la durata effettiva dell'operazione.

Basilea II prevede che le banche devono munirsi di un *sistema di rating*, con il quale si fa riferimento «*all'insieme delle metodologie, dei processi organizzativi e di controllo, delle modalità di organizzazione delle basi dati che consente la raccolta e l'elaborazione delle informazioni rilevanti per la formulazione di valutazione sintetiche della rischiosità di una controparte e delle singole operazioni creditizie*».

¹⁷ La prassi in uso identifica il *default* con due situazioni: l'incaglio, con cui si identifica una posizione creditoria nei confronti di soggetti in temporanea situazione di difficoltà, ma si prevede possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo, e la sofferenza, con cui si identifica una posizione creditoria nei confronti di soggetti che si trovano in uno stato di insolvenza.

¹⁸ Mentre il calcolo della probabilità di insolvenza dipende dalle caratteristiche del debitore, il calcolo del tasso di perdita in caso di insolvenza dipende dalle caratteristiche proprie dell'operazione, ed in particolare dalla tipologia di garanzie (personali o reali) a supporto di essa.

In particolare, la normativa ha previsto la scelta tra due possibili metodologie:

- il metodo base o standardizzato: questo approccio prevede l'applicazione di coefficienti di ponderazione che sono stabiliti direttamente dalla normativa¹⁹, e si differenziano per ogni singolo portafoglio, in base alla natura della controparte, alle caratteristiche tecniche e alle modalità di svolgimento del rapporto;
- il metodo basato sui *Rating* Interni, cosiddetto *Internal Rating Based* o IRB: questo approccio prevede l'applicazione di coefficienti di ponderazione derivanti da valutazioni interne effettuate dalle banche sui propri debitori, e si differenziano per ogni singolo portafoglio, in base alla natura della controparte, alle caratteristiche tecniche e alle modalità di svolgimento del rapporto.

I metodi IRB si distinguono a loro volta in un metodo base ed in un metodo avanzato, differenziati in relazione ai parametri di rischio che le banche devono stimare.

Nel metodo base le banche devono utilizzare le proprie stime della probabilità di insolvenza ed i valori previsti dalla regolamentazione per gli altri parametri di rischio, i quali sono il tasso di perdita in caso di insolvenza, l'esposizione al momento dell'insolvenza e la scadenza, mentre nel metodo avanzato le banche devono stimare in modo autonomo tutte le componenti precedenti.

Approccio Utilizzabile	Probability of Default	Loss Given Default	Exposure At Default	Maturity
Standard	Valori Regolamentari	Valori Regolamentari	Valori Regolamentari	Valori Regolamentari
IRB Base	Stima della Banca	Valori Regolamentari	Valori Regolamentari	Valori Regolamentari
IRB Avanzato	Stima della Banca	Stima della Banca	Stima della Banca	Stima della Banca

Tabella 6: Schema di sintesi *Rating*

¹⁹ I coefficienti di ponderazione possono essere validati anche da un soggetto terzo riconosciuto dalla Banca d'Italia, che prende il nome di ECAI, acronimo di *External Credit Assessment Institution*. Un approfondimento delle ECAI è stato predisposto all'inizio del prossimo sottocapitolo.

In tale contesto di riferimento, Banca Popolare di Vicenza è in procinto di passare dai metodi standard ai metodi avanzati per il calcolo del rischio di credito, avviando un'iniziativa che prende il nome di "Progetto AIRB", acronimo di *Advanced Internal Rating Based*.

L'adozione del sistema di *rating* basato su valutazioni interne alla Banca deve essere necessariamente convalidato dall'Organo di Vigilanza, ossia dalla Banca d'Italia, e si stima un lasso temporale di un biennio affinché la Banca ottenga la sua validità.

L'utilizzo di un sistema di *rating* avanzato presenta numerosi vantaggi rispetto all'utilizzo dei *rating* esterni, in quanto sono il frutto di un'insieme di valutazioni riferibili alla clientela propria dell'istituto di credito. Con l'utilizzo del sistema di *rating* avanzato, la Banca è in grado di organizzare, attraverso un giudizio ordinale del merito creditizio, le proprie controparti in relazione alla loro rischiosità.

Al fine di supportare ulteriormente la gestione del rischio di credito Banca Popolare di Vicenza ha deciso di implementare al proprio interno un'altro sistema di *rating*, il quale viene utilizzato solamente nei processi aziendali e vuole essere un supporto per la valutazione del merito creditizio in occasione della concessioni di finanziamenti.

Tale giudizio viene articolato in base ad una scala di classificazione definita "Scala Maestra", la quale si compone di 11 classi di *rating*, per tutte le esposizioni che non presentano anomalie e vengono pertanto definite *in bonis*, ed una classe residuale per le esposizioni in *default*, tra le quali si fanno rientrare i crediti incagliati ed i crediti in sofferenza.

Nella tabella sottostante si riporta la scala di *rating* definita da Banca Popolare di Vicenza in cui sono riportate le 11 classi di *rating* per i debitori che si trovano in uno stato di solvenza ed una classe dove i debitori si trovano nello stato di insolvenza.

Le classi di *rating* sono ordinate in funzione del rischio creditizio, in quanto muovendo da una classe meno rischiosa ad una più rischiosa, la probabilità che i debitori risultino in *default* è maggiore.

In maggior dettaglio, per ciascuna categoria prevista dal sistema di *rating* interno, è possibile ipotizzare il relativo profilo di rischio, il quale può essere basso per le controparti che presentano un rischio di credito limitato e altissimo per le controparti che presentano un rischio di credito elevato, ai limiti del *default*.

Classi di Rating	Profilo di Rischio
1	Basso
2	Basso
3	Basso
4	Medio Basso
5	Medio Basso
6	Medio
7	Alto
8	Alto
9	Molto Alto
10	Molto Alto
11	Altissimo
DEFAULT	

Tabella 7: Scala Maestra di Banca Popolare di Vicenza

Banca Popolare di Vicenza ha deciso di sviluppare questo sistema interno di *rating* coprendo la tipologia di controparti sulla quale strutturalmente opera e sulla quale è maggiormente esposta ovvero:

- ~ Privati, con cui si intendono le famiglie consumatrici ed i liberi professionisti;
- ~ *Small Business*, con cui si intendono le ditte individuali, le società semplici e le società di capitali con un fatturato inferiore ai 700 mila Euro;
- ~ *SME Retail*, con cui si fa riferimento alle società di capitali o alle società di persone con un fatturato compreso tra i 700 mila € ed i 2,5 milioni di Euro;
- ~ *SME Corporate*, con cui si fa riferimento alle società di capitali con un fatturato compreso tra i 2,5 ed i 150 milioni di Euro.

Se il potenziale emittente è già cliente della Banca, e di conseguenza è già presente un *rating* interno considerato valido, è possibile utilizzare tale valutazione nell'ambito del processo di emissione del Mini Bond.

In particolare, l'analista del Team Mini Bond procederà a richiedere la conferma del *rating*, qualora ritenga che la rischiosità dell'emittente non sia variata nell'arco temporale trascorso dalla precedente attribuzione, oppure richiederà l'aggiornamento del *rating*, qualora sia venuto a conoscenza di informazioni che potrebbero aver modificato il profilo di rischio dell'emittente.

3.3.2 Il *Rating* Esterno

Il *rating* attribuito da un'agenzia esterna viene richiesto dalla Banca per ridurre le asimmetrie informative esistenti tra l'emittente ed il potenziale investitore e garantire una maggiore trasparenza. Questo strumento fa in modo che gli investitori abbiano a loro disposizione un pacchetto informativo sufficientemente completo per decidere se intraprendere o meno l'investimento.

La Sezione VIII del Titolo II delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche", ossia Basilea II, disciplina in modo molto dettagliato i requisiti che devono possedere le cosiddette ECAI, acronimo di *External Credit Assessment Institution*, con cui si intendono le agenzie esterne di valutazione del merito di credito riconosciute dalla Banca d'Italia.

La Banca d'Italia, dopo una minuziosa verifica dei requisiti che riguardano sia la metodologia utilizzata per la definizione dei giudizi sia le valutazioni che ne conseguono, ha riconosciuto quali agenzie esterne di valutazione del merito di credito Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard & Poor's Rating Services, Cerved Group e DBRS Ratings Limited.

Al fine del riconoscimento le agenzie esterne di valutazione del merito di credito devono soddisfare i seguenti requisiti:

- * **Oggettività:** in base a tale requisito la metodologia messa a punto dall'agenzia deve essere applicata in modo conforme a tutte le esposizioni e, di conseguenza, agli emittenti appartenenti ad una determinata classe di *rating* identificata dalla probabilità di insolvenza.

Nella pratica vuol dire che il metodo statistico e probabilistico applicato per analizzare la probabilità di insolvenza deve tenere in considerazione dei fattori principali che distinguono i diversi emittenti.

- * **Indipendenza:** in base a tale requisito il giudizio emesso dall'agenzia di *rating* non deve risentire di eventuali interferenze esterne, di natura politica o economica, che possono pregiudicare l'oggettività delle osservazioni e delle valutazioni.

A tal fine l'agenzia di *rating* deve mettere in atto tutte le misure possibili per assicurare questo requisito, come per esempio la disposizione di un'adeguata struttura organizzativa che tiene separate le attività di *rating* dalle altre attività che

possono essere svolte ed un'adeguata normativa interna per la gestione dei conflitti di interesse.

- * Verifica periodica dei giudizi: l'agenzia di *rating* deve rivalutare, almeno una volta all'anno, la posizione del soggetto emittente al fine di verificare l'eventuale variazione del suo rischio di credito e la relativa probabilità di insolvenza; a tal fine la metodologia messa a punto dall'agenzia deve consentire di modificare il *rating* emesso, una volta venuta a conoscenza di eventuali cambiamenti della situazione di un soggetto valutato.
- * Reputazione sul mercato: questa competenza non riguarda propriamente la metodologia applicata dall'agenzia di *rating* nelle sue valutazioni, ma la percezione dell'importanza di questo strumento per i potenziali investitori; ciò vuol dire che maggiore sarà il livello di accettazione dei giudizi emessi dell'agenzia a livello nazionale ed internazionale dalla comunità finanziaria, maggiore sarà la ricorrenza all'uso di tale strumento per finalità di investimento.
- * Trasparenza della metodologia e dei giudizi: l'agenzia di *rating* è tenuta a rendere pubblica, in maniera comprensibile agli utilizzatori del *rating*, i principi sottostanti al metodo statistico e probabilistico applicato per analizzare la probabilità di insolvenza.

L'agenzia di *rating* presa come riferimento da Banca Popolare di Vicenza è Cerved Group, che rappresenta la più grande agenzia italiana riconosciuta sia dalla Banca d'Italia come ECAI, sia dalla Banca Centrale Europea come *rating tool* all'interno del quadro ECAF, acronimo di *Eurosystem Credit Assessment Framework*.

Cerved Group è abilitato a rilasciare le due tipologie di *rating* previste dalla normativa:

- il *rating* “*unsolicited*”, con cui si intende una valutazione che viene rilasciata in assenza di una richiesta formale e viene assegnata in modo automatico in base ai dati di bilancio immessi nel sistema applicativo utilizzato dall'agenzia;
- il *rating* “*solicited*”, con cui si intende una valutazione che viene rilasciata sulla base di una richiesta formale e quindi verso un corrispettivo monetario.

Il processo di emissione di un *rating solicited* può essere completato in cinque settimane e può essere suddiviso in otto fasi: il mandato, la raccolta delle informazioni, l'analisi dei dati, la visita presso l'azienda potenziale emittente del Mini Bond, la valutazione, il confronto con il *rating unsolicited*, l'emissione ed il monitoraggio.

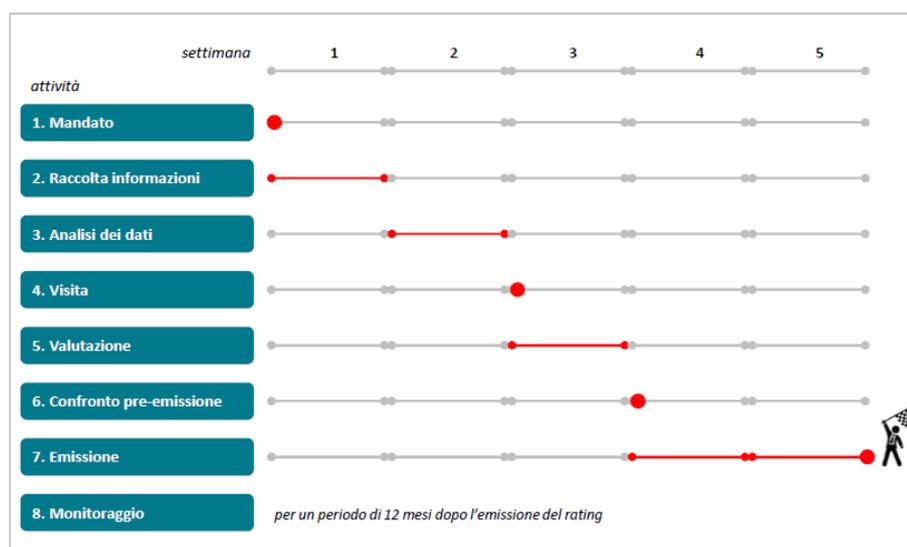


Figura 19: Processo di emissione di un *rating solicited* (fonte Cerved Group)

Bisogna precisare che il *rating* espresso dall'agenzia non riguarda la singola emissione del Mini Bond, ma riguarda la solvibilità dell'emittente, ossia sulla sua reale capacità di far fronte ai propri doveri finanziari, indipendentemente dal fatto che abbia emesso o meno uno strumento finanziario sul mercato.

Il giudizio espresso da Cerved Group si basa su un insieme di informazioni, sia qualitative che quantitative, richieste direttamente all'azienda emittente, come il Bilancio di Esercizio e l'eventuale Bilancio Consolidato, il *Business Plan*, il Piano di ammortamento dei finanziamenti in essere, il prospetto sintetico della Centrale Rischi, l'elenco dei principali Fornitori e Clienti con le relative esposizioni, l'elenco dei principali Concorrenti e l'elenco delle Certificazioni e delle Licenze.

Al termine del processo di emissione del *rating* l'analista di Cerved Group rilascia al soggetto richiedente un Report Analitico in cui vengono spiegate le motivazioni sottostanti al *rating* finale emesso.

Rating e probabilità di insolvenza

E' la valutazione delle capacità di un soggetto economico di onorare puntualmente gli impegni finanziari assunti.

Rating: Merito creditizio buono (B1.1)

Probabilità di insolvenza: Medio - Bassa (1.15%)
(a 12 mesi)

Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.

Azienda



Figura 20: Esempio di certificazione del *rating solicited* rilasciata da Cerved Group

Cerved Group ha elaborato una scala alfanumerica formata da tredici classi di *rating*, raggruppate in quattro aree: le prime sei classi, da A1.1 ad A3.1, rientrano nell'area di "sicurezza", le classi B1.1 e B1.2 rientrano nell'area di "solvibilità", le classi B2.1 e B2.2 rientrano nell'area di "vulnerabilità" e le restanti tre classe, da C1.1 a C2.1, rientrano nell'area di "rischio".

CATEGORIA	SICUREZZA	SOLVIBILITA'	VULNERABILITA'	RISCHIO
RATING	A1.1 – A3.1	B1.1 – B1.2	B2.1 – B2.2	C1.1 – C2.1

Tabella 8: La scala di *rating* prevista da Cerved Group

AREA	CLASSE	DESCRIZIONE
INVESTMENT GRADE	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico e finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari.
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico e finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari.
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico e finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni.
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una capacità molto elevata di far fronte agli impegni finanziari.
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari.
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari.
	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico e finanziario e del mercato di riferimento.
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico e finanziario e del mercato di riferimento.
SPECULATIVE GRADE	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico e finanziario e del mercato di riferimento.
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico e finanziario e del mercato di riferimento.
	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti.
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti.
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo.

Tabella 9: Descrizione completa della scala di *rating* prevista da Cerved Group (fonte Cerved Group)

Le classi che vanno da A1.1. a B1.2 sono considerate di “*investment grade*”, in quanto sono rappresentative di strumenti di investimento ritenuti affidabili, emessi da società con bilanci in ordine e ben gestite e con favorevoli prospettive di business, mentre le classi da B2.1 a C2.1 sono considerate di “*speculative grade*”, in quanto sono rappresentative di strumenti di investimento creati con finalità speculative, caratterizzati da un profilo rischio-rendimento molto elevato.

Il giudizio pubblicato dall’agenzia di *rating* ha una validità di dodici mesi: questa valutazione è costantemente monitorata dalla stessa agenzia poiché, in caso di variazione dei profili di rischio dell’emittente, il *rating* deve essere rimesso.

Il monitoraggio del profilo di rischio deve considerare il cosiddetto rischio di migrazione, il quale appare come il pericolo che una posizione subisca una modifica a causa del peggioramento del merito di credito della controparte.

Lo strumento fondamentale con cui effettuare questo controllo è rappresentato dalla “matrice di transizione”: si tratta di una matrice in cui nelle righe e nelle colonne sono riportate tutte le classi di *rating* che definiscono i vari range della probabilità di insolvenza, sia all’epoca iniziale che all’epoca di rivalutazione.

t ₀	t ₁	A1.1	A1.2	A1.3	A2.1	A2.2	A3.1	B1.1	B1.2	B2.1	B2.2	C1.1	C1.2	C2.2	
A1.1															
A1.2										ZONA DI DOWNGRADE					
A1.3															
A2.1															
A2.2															
A3.1															
B1.1		←					X	→							
B1.2															
B2.1		ZONA DI UPGRADE													
B2.2															
C1.1															
C1.2															
C2.2															

Tabella 10: Matrice di transizione con la scala di *rating* prevista da Cerved Group

L'emittente, al momento dell'emissione in t_0 , si colloca in una determinata classe di *rating*. Al momento della rivalutazione in t_1 , si possono osservare tre casi:

- ~ la probabilità di insolvenza rimane la stessa quindi la classe di *rating* non cambia;
- ~ la probabilità di insolvenza migliora: questo caso viene definito come *upgrade* perché la probabilità di insolvenza diminuisce e l'emittente si sposta a sinistra lungo la stessa riga della matrice di transizione;
- ~ la probabilità di insolvenza peggiora: questo caso viene definito come *downgrade* perché la probabilità di insolvenza aumenta e l'emittente si sposta a destra lungo la stessa riga della matrice di transizione.

È possibile osservare come lungo la diagonale principale della matrice, per ogni classe iniziale di *rating*, vi sia la probabilità di rimanere nella stessa classe di *rating* al momento della rivalutazione.

Si prenda come esempio il *rating solicited* riportato nella Figura 20: supponendo che il *rating* ottenuto sia quello di emissione, in questo caso B1.1, nel momento della rivalutazione il *rating* può rimanere invariato, quindi l'emittente rimane nella stessa cella, può migliorare, quindi l'emittente si sposta verso sinistra nella stessa riga ed il *rating* diventa pari a A3.1, oppure può peggiorare, quindi l'emittente si sposta verso destra nella stessa riga ed il *rating* diventa pari a B1.2.

3.4 Analisi della Centrale dei Rischi

Un altro strumento utilizzato in sede di analisi per una possibile emissione del Mini Bond è la Centrale dei Rischi, la quale è disciplinata dalla delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio del 29 marzo del 1994 e dalla Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991 emanata dalla Banca d'Italia.

Sostanzialmente, la Centrale dei Rischi costituisce un sistema informativo che descrive in modo dettagliato il grado di indebitamento della clientela verso il sistema bancario e finanziario, in quanto, attraverso questo applicativo, è possibile monitorare l'andamento debitorio di una determinata impresa sia nei confronti del sistema bancario sia nei confronti della singola banca affidante.

Il servizio di centralizzazione dei rischi viene utilizzato dalle banche e dagli intermediari finanziari vigilati soprattutto per valutare il merito di credito della clientela, ma lo scopo originario per cui è stato pensato dall'organo vigilante è quello di contribuire a migliorare la qualità degli attivi patrimoniali degli intermediari partecipanti e di rendere più stabile l'intero sistema creditizio.

La logica sottostante alla Centrale dei Rischi prevede uno scambio di informazioni reciproco: ogni intermediario segnalante è tenuto a comunicare alla Banca d'Italia l'ammontare dei finanziamenti che la clientela ha contratto con l'istituto stesso e, da questa, riceve l'ammontare complessivo dei finanziamenti che la stessa clientela segnalata detiene nei confronti dell'intero sistema.

In particolare, ogni intermediario è tenuto a comunicare con cadenza mensile il saldo contabile aggiornato all'ultimo giorno del mese di ciascun cliente. L'insieme delle segnalazioni devono pervenire al sistema di centralizzazione dei rischi entro il 25° giorno del mese successivo a quello di riferimento e devono essere comunicate anche se gli importi non hanno subito variazioni.

Le posizioni di rischio²⁰ sono comunicate alla Centrale dei Rischi attraverso la compilazione di una matrice, di cui si riporta un esempio nella pagina successiva, in cui vengono indicate le categorie di censimento dei rischi, le classi di dati e le variabili di classificazione.

²⁰ La posizione di rischio riferito a ciascun soggetto affidato può essere globale, quando si fa riferimento all'esposizione complessiva di tutti gli intermediari segnalanti, oppure parziale, quando si fa riferimento all'esposizione di un singolo intermediario segnalante.

CATEGORIE DI CENSIMENTO	VARIABILI DI CLASSIFICAZIONE											CLASSI DI DATI							
	Localizz.	Durata Originaria	Durata Residua	Divisa	Import/ Export	Tipo Attività	Censito Collegato	Stato del rapporto	Tipo garanzia	Fenomeno collegato	Qualità del credito	Accordato	Accordato Operativo	Utilizzato	Saldo Medio	Valore Garanzia	Importo garantito	Valore Intrinseco	Altri Importi
CREDITI PER CASSA																			
Rischi autoliquidanti																			
Rischi a scadenza																			
Rischi a revoca																			
Fin. a procedura conc.																			
Sofferenze																			
CREDITI DI FIRMA																			
garanzie connesse a op. di natura commerciale																			
garanzie connesse a op. di natura finanziaria																			
GARANZIE RICEVUTE																			
DERIVATI FINANZIARI																			
SEZIONE INFORMATIVA																			
Op. effettuate per conto terzi																			
Crediti per cassa in pool																			
Crediti acquisiti da clienti diversi																			
Rischi autoliquidanti scaduti																			
Sofferenze - crediti passati in perdita																			
Crediti ceduti a terzi																			

Tabella 11: Modello di rilevazione dei rischi (fonte Banca d'Italia)

La metodologia utilizzata dall'organo di vigilanza prevede l'organizzazione delle esposizioni in base alla rischiosità assunta dagli intermediari segnalanti. In particolare, la matrice presuppone la compilazione di cinque *categorie di censimento* delle esposizioni secondo un criterio crescente di rischio:

1. i crediti per cassa: questo primo raggruppamento racchiude tutte quelle operazioni di erogazione del credito dirette, che prevedono un versamento di una determinata somma di denaro da parte dell'intermediario direttamente nel conto corrente del cliente; questa sezione a sua volta può essere suddivisa in cinque sottocategorie:

~ i rischi autoliquidanti: in questa sottocategoria si fanno rientrare tutte quelle operazioni che prevedono un anticipo dei crediti, non ancora scaduti, che l'impresa vanta verso i suoi clienti, e che sono presentati all'incasso. Fanno parte di questo raggruppamento l'anticipo s.b.f., l'anticipo su fatture, lo sconto di portafoglio commerciale e finanziario, l'anticipo all'esportazione ed i finanziamenti a fronte di cessioni del credito.

Questa tipologia di operazioni è caratterizzata da una fonte di rimborso predeterminata, in quanto il creditore, cliente della banca, chiede il pagamento dei propri crediti direttamente a favore dell'intermediario che ha anticipato le somme.

~ i rischi a scadenza: in questa sotto categoria si fanno rientrare tutte quelle operazioni di finanziamento che prevedono il rientro del prestito accordato a scadenze predeterminate, come per esempio i leasing, i mutui, i prestiti personali, i prestiti subordinati ed i pronti contro termine.

A differenza dei rischi autoliquidanti, questa tipologia di operazioni è caratterizzata dall'assenza di una fonte di rimborso prestabilita, poiché il debito residuo viene restituito con i ricavi conseguenti dallo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa.

~ i rischi a revoca: in questa sottocategoria si fanno rientrare le aperture di credito in conto corrente concesse per elasticità di cassa, operazione attraverso la quale l'intermediario mette a disposizione del cliente delle somme che possono essere utilizzate a seconda delle necessità durante lo svolgimento della normale operatività aziendale.

Vengono definiti a revoca in quanto l'intermediario si riserva il diritto di recedere dal contratto indipendentemente dall'esistenza di una giusta causa.

- ~ i finanziamenti a procedure concorsuali: in questa sottocategoria si devono segnalare i crediti che sono caratterizzati da una determinata causa di prelazione, e che vengono accordati a coloro che si troveranno a gestire una procedura concorsuale.
 - ~ le sofferenze: in questa sottocategoria si fanno rientrare tutte le esposizioni per cassa vantate nei confronti di quei soggetti che versano in stato di insolvenza, con la quale si intende una situazione di inadempienza definitiva, ossia il debitore non riesce più a compiere la prestazione secondo le modalità stabilite contrattualmente.
2. i crediti di firma: a differenza dei crediti per cassa in cui la banca pone a diretta disposizione del cliente una somma di denaro, in questa sezione si fanno rientrare i crediti concessi in forma indiretta, in quanto la banca si impegna in prima persona ad adempiere alle obbligazioni contratte dalla propria clientela nei confronti di altri soggetti, attraverso l'apposizione della propria firma. Tale sezione comprende le accettazioni, i crediti documentari, gli avvalli, le fideiussioni e le altre garanzie rilasciate dagli intermediari.
 3. le garanzie ricevute: in questa sezione rientrano l'ammontare delle garanzie reali e personali, richieste dalla banca o dall'intermediario finanziario a sostegno delle somme erogate, in modo da accrescere la probabilità del recupero del prestito nel caso si dovesse verificare l'insolvenza del cliente affidato.
 4. i derivati: in questa sezione si fanno rientrare l'ammontare dei contratti derivati negoziati sui mercati *over the counter*, come ad esempio gli *swap*, i *fras*, i *forward* e le opzioni.
 5. la sezione informativa: in questa ultima sezione si ricomprendono tutte le informazioni aggiuntive sulle operazioni che sono oggetto di segnalazione nelle precedenti categorie, oppure tutte le informazioni su particolari operazioni creditizie, come per esempio le operazioni effettuate per conto di terzi, le operazioni in pool, i crediti acquisiti da clientela diversa da intermediari, i crediti scaduti, i crediti passati a perdita ed i crediti ceduti a terzi.

Per quanto riguarda le *classi di dati*, nella matrice compaiono:

- il fido accordato: definito anche fido potenziale, rappresenta l'ammontare massimo del credito che meriterebbe il cliente una volta verificate le sue capacità economiche e finanziarie, le sue potenzialità patrimoniali e le sue doti di comportamento;
- il fido accordato operativo: rappresenta l'importo del credito effettivamente erogato dalla banca o dall'intermediario finanziario e messo a disposizione del cliente secondo varie forme tecniche, attraverso la sottoscrizione di un contratto;
- il fido utilizzato: deve essere distinto in base alla tipologia del credito perché, per quanto riguarda i crediti per cassa, rappresenta l'ammontare del credito effettivamente utilizzato dal cliente in base alle proprie necessità, mentre, per quanto riguarda i crediti di firma, esprime l'insieme delle garanzie effettivamente prestate dall'istituto;
- il saldo medio: previsto solamente per le aperture di credito in conto corrente a scadenza e per i rischi a revoca, corrisponde alla media aritmetica dei saldi contabili giornalieri riferiti al mese in cui vengono segnalati;
- il valore delle garanzie: deve essere distinto in base alla tipologia di garanzia perché nel caso delle garanzie di natura personale, si intende l'ammontare massimo che il garante è disposto ad assicurare, mentre nel caso delle garanzie reali, si intende il valore del bene dato in garanzia;
- l'importo garantito: presente solamente per i crediti di cassa, rappresenta quella parte del credito coperta dalla garanzia;
- il valore intrinseco: rappresenta il valore massimo positivo delle esposizioni in derivati finanziari in essere alla data di riferimento della segnalazione.

Infine, le diverse categorie di censimento dei rischi possono essere specificate con maggiore precisione attraverso l'utilizzo di *variabili di classificazione*, come ad esempio la localizzazione del rapporto con l'intermediario segnalante, la durata originaria e residua del finanziamento oggetto di segnalazione, lo stato del rapporto, la qualità del credito, ...

Dopo che l'intermediario segnalante ha comunicato le posizioni debitorie in capo alla propria clientela, la Centrale dei Rischi è tenuta a fornire un flusso di ritorno personalizzato. Questo non è altro che un prospetto riepilogativo per ogni singolo soggetto segnalato, in cui viene indicato l'ammontare complessivo delle esposizioni, suddivise in base alle categorie di censimento, sia nei confronti del sistema creditizio sia nei confronti del segnalante stesso.

Il flusso di ritorno personalizzato è un documento complesso poiché si compone di una molteplicità di elementi che devono essere compresi nella loro totalità: per questo motivo si è deciso di suddividere in tre parti ideologiche tale documento.

La prima parte che l'analista si trova ad affrontare riguarda le indicazioni di carattere generale che permettono di identificare il soggetto segnalato.

In questa sezione ritroverà informazioni riguardo la sua ragione sociale, la filiale della banca in cui è intrattenuto il rapporto, il codice numerico anagrafico, definito Numero di Direzione Generale (NDG), che permette di individuare il soggetto in modo univoco all'interno dell'istituto bancario, il codice numerico identificativo del soggetto affidato dalla Centrale dei Rischi e l'indicazione del settore economico di appartenenza determinato dal Codice Ateco.

Inoltre, sono presenti tutte quelle informazioni che caratterizzano il rapporto del soggetto segnalato con il sistema creditizio, come ad esempio, la presenza di garanzie rilasciate da terzi, la presenza di crediti ristrutturati, la presenza di procedure concorsuali, la presenza di fidi in pool, la presenza di soggetti collegati, la presenza o meno di nuovi intermediari affidanti nell'ultimo mese ed il numero di intermediari che segnalano il soggetto in sofferenza.

INDICAZIONE BANCA		NS BANCA					
INDICAZIONE FILIALE		CODICE CR	123456789	DATA	31/05/2014		
INDICAZIONE AZIENDA		Alpha SPA	NDG	987654321	COD. ATECO	32	
C. RISTR.	SI-NO	INFR. GAR.	SI-NO	PROC. CONC.	SI-NO	GRUPPO CR.	SI-NO
GAR. TERZI	SI-NO	COLLEGATI	SI-NO	POOL	SI-NO	OP. C/ TERZI	SI-NO
NUOVI AFF.	NUMERO	NON + AFF.	NUMERO	AZ. SOFF.	NUMERO	CR. PERDITA	NUMERO

Tabella 12: Fac-simile dell'intestazione del flusso di ritorno personalizzato

La seconda parte del documento è quella a cui l'analista presta maggiore attenzione, poiché in tale sezione sono ricompresi gli ultimi sei mesi di rilevazioni: in particolare, è riportato l'ammontare delle esposizioni che il soggetto segnalato detiene nei confronti sia del sistema creditizio sia dell'intermediario segnalante, suddivise in base alla categoria di censimento dei rischi.

La tabella sottostante costituisce un esempio di funzionamento e di lettura dei dati quantitativi presenti sul flusso di ritorno personalizzato: come è possibile vedere sono riportati gli ultimi sei mesi di analisi in quanto il modello in esame rappresenta un sintetico storico. Se l'analista necessita di particolari informazioni aggiuntive nel corso della valutazione della posizione in oggetto, può sempre interrogare il database inserendo semplicemente il mese di interesse della rilevazione e vedere il dettaglio delle linee di affidamento.

Nella colonna che riporta il totale dei crediti di cassa è possibile osservare come l'azienda Alpha spa, nell'ultimo mese di rilevazione disponibile, in questo caso maggio 2014, sia esposta nei confronti del sistema bancario per 50 milioni di Euro, ma in realtà delle somme effettivamente accordate, ne utilizza 33 milioni di Euro. Di questo ammontare, 3,7 milioni di Euro sono stati deliberati dalla banca segnalante, dei quali ne utilizza 2,8 milioni di Euro.

Non compare, invece, la somma che riguarda il fido potenziale perché fa riferimento ad un valore calcolato internamente dall'intermediario durante le analisi di istruttoria della pratica di finanziamento.

Solitamente il fido utilizzato è minore del fido accordato operativo: se così non dovesse essere si verifica quello che viene definito sconfinamento, con cui si fa riferimento al fido temporaneamente utilizzato ma non accordato dall'intermediario segnalante.

Sempre nella colonna che riporta il totale dei crediti di cassa è possibile vedere l'importo garantito, in questo caso pari a 2 milioni di Euro, ossia quella parte di credito a scadenza a medio-lungo termine che risulta essere concretamente coperta dalla garanzia.

La percentuale di insolvenza, nell'esempio in esame pari al 5,5%, è prevista solamente per i rischi autoliquidanti, mentre, il saldo medio, in questo caso pari a 0,8 milioni di Euro, è previsto solamente per le aperture di credito in conto corrente a scadenza e per i rischi a revoca.

AL 5/2014	AUTOLIQ. IT		AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T		A SCAD. M/T		A REV. C/C		TOT. CASSA		GAR. PRESTATE	DERIVATI	GAR. RICEVUTE
ACCORDATO	20	1		14	0,7	14	2	2		50	3,7			
UTILIZZATO	8	0,7		12	0,6	12	1,5	1		33	2,8			
VAL. INTRINSECO														
SCONFINAMENTO														
GAR. REALI						2	1			2	1			
% INSOLVENZA	5,5													
SALDO MEDIO								0,8		0,8				
AL 4/2014	AUTOLIQ. IT		AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T		A SCAD. M/T		A REV. C/C		TOT. CR. CASSA		GAR. PRESTATE	DERIVATI	GAR. RICEVUTE
ACCORDATO	20	0,9		13	0,7	13	2	2		48	3,6			
UTILIZZATO	10	0,7		9	0,7	12	1,5	0,6		31,6	2,9			
VAL. INTRINSECO														
SCONFINAMENTO														
GAR. REALI						2	1			2	1			
% INSOLVENZA	3,5													
SALDO MEDIO								0,9		0,9				
AL 3/2014	AUTOLIQ. IT		AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T		A SCAD. M/T		A REV. C/C		TOT. CR. CASSA		GAR. PRESTATE	DERIVATI	GAR. RICEVUTE
ACCORDATO	20	0,9		11	0,7	13	2	2		46	3,6			
UTILIZZATO	10	0,7		8	0,7	12,5	1,5	1,5		32	2,9			
VAL. INTRINSECO														
SCONFINAMENTO														
GAR. REALI						2	1			2	1			
% INSOLVENZA	10,5													
SALDO MEDIO								0,9		0,9				
AL 2/2014	AUTOLIQ. IT		AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T		A SCAD. M/T		A REV. C/C		TOT. CR. CASSA		GAR. PRESTATE	DERIVATI	GAR. RICEVUTE
ACCORDATO	20	0,9		11	0,7	13	2	2		46	3,6			
UTILIZZATO	10	0,7		8	0,7	12,5	1,5	1,5		32	2,9			
VAL. INTRINSECO														
SCONFINAMENTO														
GAR. REALI						2	1			2	1			
% INSOLVENZA	4													
SALDO MEDIO								0,9		0,9				
AL 1/2014	AUTOLIQ. IT		AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T		A SCAD. M/T		A REV. C/C		TOT. CR. CASSA		GAR. PRESTATE	DERIVATI	GAR. RICEVUTE
ACCORDATO	20	0,9		15	1,5	16	2	2		53	4,4			
UTILIZZATO	10	0,8		7	1	15	1,5	1,5		33,5	3,3			
VAL. INTRINSECO														
SCONFINAMENTO														
GAR. REALI						4	1			4	1			
% INSOLVENZA	8,5													
SALDO MEDIO								0,7		0,7				
AL 12/2013	AUTOLIQ. IT		AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T		A SCAD. M/T		A REV. C/C		TOT. CR. CASSA		GAR. PRESTATE	DERIVATI	GAR. RICEVUTE
ACCORDATO	18	0,9		15	1,5	13	2	2		48	4,4			
UTILIZZATO	10	0,8		9	1,5	12	2	1,9		32,9	4,3			
VAL. INTRINSECO														
SCONFINAMENTO														
GAR. REALI						4	1			4	1			
% INSOLVENZA	15													
SALDO MEDIO								1,3		1,3				

Tabella 13: Fac-simile del flusso di ritorno personalizzato

La terza ed ultima parte del documento riepiloga i dati esposti, suddividendo l'ammortare complessivo dei crediti di cassa in base ai soggetti segnalanti che hanno erogato le somme al soggetto segnalato, suddividendole tra banche e altri intermediari finanziari.

Oltre a mostrare la parte delle esposizioni che la banca segnalante ha nei confronti del cliente, in questa suddivisione si mette in evidenza la presenza del leasing o del factoring. Il leasing fa parte della categoria di censimento dei rischi a scadenza, in particolare del medio termine, mentre il factoring fa parte della categoria dei rischi autoliquidanti.

In questo esempio, l'azienda Alpha spa presenta un ammontare di leasing accordato pari a 0,8 milioni di Euro che utilizza nella sua totalità, mentre l'ammontare del factoring accordato è pari a 7 milioni di Euro, anch'esso completamente utilizzato.

Infine, si riportano le eventuali partite sconfinanti oltre i 90 giorni ed oltre i 180 giorni suddivise in base alla categorie di censimento dei rischi.

ACCORDATO	BANCHE	40	FINANZIARIE	10	NS BANCA	3,7
UTILIZZATO	BANCHE	26	FINANZIARIE	7	NS BANCA	2,8
LEASING	ACCORDATO	0,8	UTILIZZATO	0,8		
FACTORING	ACCORDATO	7	UTILIZZATO	7		
AL 5 MAGGIO	AUTOLIQ. IT	AUTOLIQ. EST.	A SCAD. B/T	A SCAD. M/T	A REV. C/C	
SCADUTI 90 GG						
SCADUTI 180 GG						

Tabella 14: Informazioni conclusive del flusso di ritorno personalizzato

Nel caso in cui il potenziale emittente non sia cliente della banca e non sia nemmeno registrato nell'anagrafe dell'istituto, l'analista procede a richiedere le informazioni necessarie per la valutazione direttamente alla Centrale dei Rischi utilizzando il servizio di *prima informazione*.

Attraverso il servizio di prima informazione le banche e gli intermediari finanziari partecipanti possono ottenere le posizioni globali di rischio del soggetto relative alle ultime ventiquattro oppure trentasei rilevazioni.

Questa tipologia di servizio offerto dalla Centrale dei Rischi è un servizio a pagamento e può essere richiesto solamente se l'intermediario ha intenzioni di assumere e gestire un nuovo rischio di credito.

CAPITOLO 4

L'ExtraMOT PRO

4.1 La nascita del segmento professionale

Nel corso del mese di febbraio del 2013 Borsa Italiana, società che si occupa della gestione e del funzionamento del mercato finanziario italiano acquisita nel 2007 dal *London Stock Exchange*, ha istituito un nuovo segmento in cui possono intervenire solamente gli investitori professionali denominato ExtraMOT PRO, con lo scopo di offrire alle PMI italiane un mercato nazionale in cui poter cogliere le opportunità derivanti dal Decreto Sviluppo.

Come è possibile osservare nell'immagine sottostante, in cui si riporta la strutturazione dell'intero comparto obbligazionario presente in Borsa Italiana, il segmento destinato solamente agli investitori professionali appartiene ad un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), il quale è definito come una piattaforma multimediale in cui pervengono tutte le proposte di acquisto e di vendita e, diversamente dai mercati regolamentati che sono gestiti direttamente da Borsa Italiana, può essere gestito anche da SIM oppure da un insieme di banche.

Il sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT è molto simile per caratteristiche strutturali al mercato regolamentato MOT, in cui circolano principalmente i titoli di Stato, obbligazioni private denominate in Euro oppure in altra valuta ed Euro-obbligazioni. Oltre al nuovo segmento professionale, l'Extra MOT accoglie sia obbligazioni e altri titoli di debito che sono già ammessi in un mercato regolamentato dell'Unione Europea sia obbligazioni bancarie non quotate.

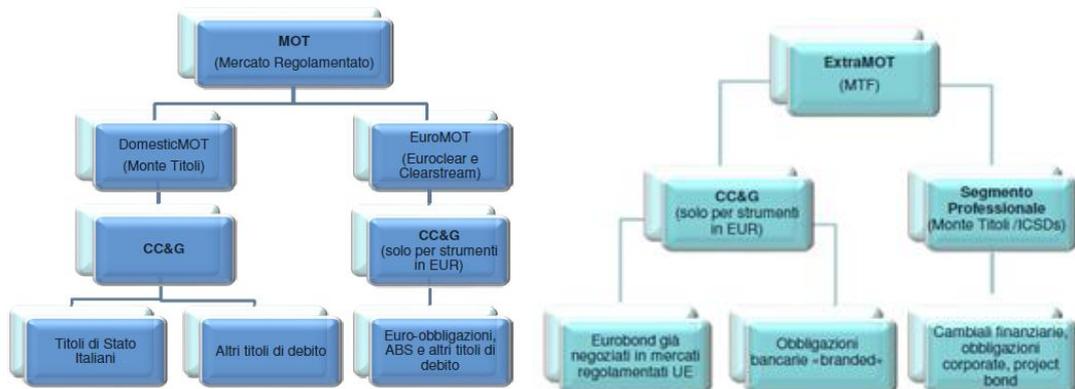


Figura 21: Panoramica dei mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana (fonte Borsa Italiana)

Le caratteristiche principali del segmento professionale sono tre:

- ♦ l'efficienza: questo mercato può considerarsi efficiente perché i requisiti di ammissione che sono richiesti per la quotazione del Mini Bond e l'informativa che l'emittente deve rendere pubblica sono meno rigorosi rispetto a quelli dei mercati regolamentati;
- ♦ l'economicità: questo mercato può considerarsi economico in quanto è caratterizzato da costi di quotazione di modesto ammontare rispetto ai mercati regolamentati.

Si prevede solamente un corrispettivo unico di quotazione, di importo pari a 500 Euro se l'emittente è già quotato in un mercato regolamentato, oppure di importo pari a 2.500 Euro se l'emittente non è già presente nei mercati finanziari;

- ♦ la visibilità: questo mercato, riconosciuto anche a livello internazionale, permette alle imprese emittenti di accedere ad un ampio network di investitori professionali che si interfacciano già sul sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT.

4.2 L'ammissione alla quotazione

Per poter essere ammessa al segmento professionale del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT, la società emittente deve redigere e far sottoscrivere dal legale rappresentante la cosiddetta Domanda di Ammissione, sulla base del modello fornito da Borsa Italiana.

Per poter accedere alla quotazione dei Mini Bond, alle imprese è richiesto solamente la pubblicazione dei bilanci (civilistici ed eventualmente consolidati) degli ultimi due esercizi, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile, e di un Documento di Ammissione, il cui contenuto è determinato dal Regolamento ExtraMOT e deve essere posto come allegato alla Domanda di Ammissione.

Il Documento di Ammissione deve indicare:

- * le persone responsabili, ossia le persone che sono imputabili per le informazioni fornite nel Documento di Ammissione: se si fa riferimento alle persone fisiche l'emittente è tenuto ad indicare coloro che compongono gli organi di amministrazione, fornendo il nome e la qualifica della persona, mentre se si tratta di persone giuridiche l'emittente è tenuto ad indicare la denominazione e la sede legale;

- * i fattori di rischio, ossia tutti quegli elementi che possono incidere sull'operatività dell'emittente, come ad esempio il rischio connesso al tasso di cambio, il rischio connesso all'indebitamento dell'emittente, il rischio connesso al mercato in cui opera, il rischio connesso all'attuale congiuntura economica, il rischio legato all'appartenenza dell'emittente ad un gruppo di imprese, ...
Queste informazioni, peculiari per ogni emittente, sono indispensabili agli investitori al fine di valutare il pericolo derivante dall'investimento nello strumento obbligazionario emesso;
- * le informazioni sull'emittente, ossia una descrizione sintetica in cui si riporta la denominazione legale dell'azienda, la sua denominazione giuridica e tutti i fatti rilevanti accaduti dalla sua costituzione;
- * la struttura organizzativa, ossia la descrizione sintetica dell'eventuale gruppo di riferimento a cui l'emittente appartiene, oppure gli eventuali rapporti di dipendenza con altre aziende;
- * i principali azionisti, ossia la rappresentazione della suddivisione del capitale sociale dell'emittente, con l'indicazione dei possessori delle quote oppure delle azioni, in base alla denominazione giuridica assunta;
- * le informazioni finanziarie, ossia il rimando ai documenti contabili pubblicati;
- * le informazioni riguardanti gli strumenti obbligazionari, ossia l'indicazione di tutte le caratteristiche e le condizioni economiche del Mini Bond;
- * l'ammissione alla negoziazione e le modalità di negoziazione, ossia l'indicazione del luogo in cui lo strumento obbligazionario deve essere quotato.

La Domanda di Ammissione deve essere inoltrata dalla società emittente a Borsa Italiana, la quale entro un termine di sette giorni ne comunica il rigetto oppure l'accoglimento. Nell'ultimo caso, Borsa Italiana con l'Avviso di Ammissione alla Quotazione, stabilisce e comunica all'emittente la data di inizio delle negoziazioni e le informazioni funzionali alle negoziazioni. Nel giorno di inizio delle negoziazioni la società emittente è tenuta a rendere pubblico sul proprio sito internet il Documento di Ammissione.

Dopo essere stata ammessa alle negoziazioni sul segmento professionale, e fino alla scadenza del Mini Bond, la società emittente deve adempiere ad ulteriori obblighi, sia di carattere informativo, come ad esempio la comunicazione al pubblico di tutti gli

elementi necessari agli investitori affinché pervengano ad un giudizio sull'investimento, sia di carattere tecnico, come ad esempio tutte le informazioni riguardo il calcolo degli interessi, le date di pagamento, il periodo di godimento oppure l'eventuale rimborso anticipato del prestito obbligazionario.

4.3 Le caratteristiche delle negoziazioni

Le caratteristiche delle negoziazioni del segmento professionale del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT sono descritte nell'apposito regolamento redatto da Borsa Italiana.

Il segmento professionale dell'ExtraMOT può essere considerato un sistema *order driven*, in quanto la negoziazione e lo scambio delle obbligazioni quotate vengono effettuate attraverso un meccanismo d'asta, in modo da combinare costantemente la domanda e l'offerta degli strumenti finanziari presenti.

Le negoziazioni si possono svolgere secondo due modalità:

~ l'asta di apertura, la quale viene utilizzata per determinare il prezzo di apertura dei titoli e si articola a sua volta nelle fasi di determinazione del prezzo teorico d'asta e conclusione dei contratti.

La fase di determinazione del prezzo, definita anche pre-asta, consiste nell'inserimento delle proposte da parte degli operatori per ciascun strumento finanziario, le quali sono automaticamente ordinate nel *book* di negoziazione secondo due criteri di priorità: in base al prezzo, in ordine crescente per le proposte di vendita ed in ordine decrescente per le proposte di acquisto, e in base alla priorità temporale, stabilita dall'orario di immissione della proposta.

Il prezzo teorico d'asta che viene determinato è pari al prezzo al quale è negoziabile il maggiore quantitativo di strumenti finanziari oppure è pari al prezzo dell'ultimo contratto ritenuto valido.

La conclusione dei contratti avviene attraverso l'abbinamento automatico delle proposte inserite precedentemente: per le proposte di acquisto, i contratti sono conclusi ad un prezzo uguale oppure superiore al prezzo teorico d'asta, mentre per le proposte di vendita, i contratti sono conclusi ad un prezzo uguale oppure inferiore al prezzo teorico d'asta.

~ la negoziazione continua rappresenta la vera operatività del mercato in quanto è possibile concludere i contratti in qualsiasi momento: caratteristica fondamentale di questa fase di negoziazione è la formazione di una pluralità di prezzi, uno per ciascun contratto concluso.

Le negoziazioni si svolgono in determinati orari stabiliti da Borsa Italiana: dalle 08:00 alle 09:00 si svolge la fase di asta di apertura e dalle 09:01 alle 17:30 si svolge la fase di negoziazione continua.

Se al termine dell'asta di apertura le proposte in entrata non sono state eseguite, esse sono rimandate automaticamente nella fase di negoziazione continua per la loro conclusione.

Gli operatori partecipanti al segmento professionale dell'ExtraMOT esprimono la propria volontà negoziale attraverso le cosiddette proposte di negoziazione, le quali sono fatte pervenire in forma anonima. Nelle proposte di negoziazione gli operatori indicano il quantitativo oggetto della transazione, la tipologia di operazione, ossia se si tratta di una proposta di acquisto oppure di vendita, e le relative condizioni di prezzo.

Per quanto riguarda le condizioni di prezzo possono essere inserite le seguenti proposte:

- con limite di prezzo: in tale proposta, definita anche *limit order*, gli operatori attestano il prezzo massimo al quale sono disposti ad acquistare l'obbligazione oppure il prezzo minimo al quale sono disposti a vendere l'obbligazione.

Questa tipologia di proposta prevede quindi l'esecuzione della transazione ad un prezzo uguale oppure migliore rispetto al prezzo limite indicato: infatti, la conclusione del contratto avviene solamente quando sul *book* di negoziazione è presente una proposta non peggiore rispetto a quanto indicato come limite.

- senza limite di prezzo: in tale proposta, definita anche *market order*, gli operatori non dichiarano il prezzo limite oltre il quale non sono disposti ad effettuare la transazione.

Questa tipologia di proposta prevede l'esecuzione immediata della transazione, la quale viene effettuata alle migliori condizioni presenti sul *book* di negoziazione, quindi alle migliori condizioni presenti sul mercato.

4.4 La composizione dell'ExtraMOT PRO

Dal febbraio del 2013 fino ad oggi, sono state quotate nel sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT PRO 56 obbligazioni *corporate*, per un controvalore monetario complessivo pari a 3,856 miliardi di Euro.

Nella tabella sottostante si riportano i dati sintetici dell'ExtraMOT PRO suddivisi per anno di funzionamento del mercato: è possibile osservare come nel 2013, si sono quotate 23 emittenti per un controvalore complessivo di 2,632 miliardi di Euro, con un tasso cedolare annuo medio pari al 6,97%, mentre nei primo nove mesi del 2014 si sono quotate 33 emittenti per un controvalore complessivo di 1,224 miliardi di Euro, con un tasso cedolare annuo medio pari al 6,21%.

Il primo anno di mercato, infatti, è stato caratterizzato da emissioni di ammontare molto rilevanti, non propriamente considerabili dei Mini Bond; anche il tasso cedolare pagato dagli emittenti è stato mediamente più alto rispetto all'anno seguente, segno che i titoli erano tendenzialmente più rischiosi. Il secondo anno di mercato è stato caratterizzato da emissioni di ammontare meno rilevanti rispetto all'anno precedente, con tassi cedolari inferiori.

Anno	Emittenti	Controvalore	Tasso Medio	Emissione Media
2013	23	2,632 mld €	6,97%	114,4 mln €
2014	33	1,224 mld €	6,21%	37,0 mln €
Totale	56	3,856 mld €	6,59 %	75,7 mln €

Tabella 15: Rappresentazione ExtraMOT PRO (dati aggiornati al 18/09/2014 – fonte Borsa Italiana)

Nelle tabelle seguenti si riportano le emissioni avvenute dall'instaurarsi dell'ExtraMOT PRO suddivise in base all'anno di riferimento: ogni tabella contiene la data di quotazione, la denominazione del titolo, il tasso cedolare applicato, l'ammontare della tranche e dell'emissione complessiva, la durata, e le modalità di rimborso del capitale.

DATA	EMITTENTE	DESCRIZIONE	CEDOLA	PERIODICITA'	SPLIT	TOTALE	SCADENZA	TIPOLOGIA
25/03/2013	CERVED TECHNOLOGIES	CERVED GROUP 6,375% GE 20 CALL EUR	6,38%	SEMESTRALE	300.000	530.000	7	BULLET
		CERVED GROUP 8% GE 21 SUB CALL EUR	8,00%		230.000		8	
04/04/2013	IVS F	IVS F 7,125% AP 20 CALL EUR	7,13%	SEMESTRALE	3.965	200.000	7	BULLET
		IVS F 7,125% AP 20 CALL EUR	7,13%		196.035			
08/04/2013	BUSCAINI ANGELO	BUSCAINI ANG 7% AP 15 EUR	7,00%	TRIMESTRALE	10.000	10.000	2	BULLET
07/05/2013	TEAMSYSTEM HOLDING SPA	TEAMSYSTEM H 7,375% MA 20 CALL EUR	7,38%	SEMESTRALE	10.200	301.700	7	BULLET
		TEAMSYSTEM H 7,375% MA 20 CALL EUR	7,38%		289.800		7	
		TS H 7,375 MA 20 CALL EUR TEMPORARY	7,38%		1.700		6	
15/05/2013	SISAL HOLDING SPA	SISAL HOLDING 7,25% SE 17 CALL EUR	7,25%	SEMESTRALE	271.335	275.0000	4	BULLET
		SISAL HOLDING 7,25% SE 17 CALL EUR	7,25%		3.665			
03/06/2014	FIDE	FIDE EUR 3 M + 2,75 GI 16 CALL EUR	EUR 3 MESI + 2,75	TRIMESTRALE	2.700	2.700.000	3	BULLET
01/07/2014	C.A.A.R.	CAAR 6,5% LU 18 AMORT EUR	6,50%	ANNUALE	2.800	2.800	5	AMMORTIZING
01/08/2013	GAMENET SPA	GAMENET 7,25% AG 18 CALL EUR	7,25%	SEMESTRALE	200.000	200.000	5	BULLET
		GAMENET 7,25% AG 18 CALL EUR	7,25%		-			
02/08/2013	MANUTENCOOP FAC. MAN.	MANUTENCOOP 8,5% AG 20 CALL EUR	8,50%	SEMESTRALE	13.400	425.000	5	BULLET
		MANUTENCOOP 8,5% AG 20 CALL EUR	8,50%		411.600			
02/08/2013	IFIR SPA	IFIR 4,25% FE 15 CALL EUR	4,25%	SEMESTRALE	114	3.684	2	BULLET
		IFIR 5,5% FE 16 CALL EUR	5,50%		1.000		3	
		IFIR 6,25% AG 17 CALL EUR	6,25%		2.570		4	
08/08/2013	PRIMI SUI MOTORI SPA	PRIMI 9% AG 16 EUR	9,00%	SEMESTRALE	2.560	2.560	3	BULLET
30/09/2013	FILCA COOPERATIVE SC	FILCA 6% SE 19 AMORT EUR	6,00%	ANNUALE	9.000	9.000	6	AMMORTIZING

09/10/2013	SUDCOMMERCI SRL	SUDCOMMERCI 6% OT 18 CALL EUR	6,00%	SEMESTRALE	22.000	22.000	5	BULLET
05/11/2013	RHINO BONDCO SPA	RHINO BONDCO FR DI 19 CALL EUR	EUR 3 MESI + 5,50	TRIMESTRALE	1.900	200.000	6	BULLET
		RHINO BONDCO FR DI 19 CALL EUR	EUR 3 MESI + 5,50		198.100			
		RHINO BONDCO 7,25% NO 20 CALL EUR	7,25%	SEMESTRALE	200.700	215.000	7	
		RHINO BONDCO 7,25% NO 20 CALL EUR	7,25%		14.300			
07/11/2013	GRAFICHE MAZZUCHELLI SPA	MAZZUCHELLI 8% DI 19 CALL EUR	8,00%	TRIMESTRALE	2.000	2.000	6	BULLET
12/11/2013	MERIDIE SPA	MERIDIE 8% NO 15 CALL EUR	8,00%	SEMESTRALE	4.000	4.000	2	BULLET
14/11/2013	MARCOLIN SPA	MARCOLIN 8,5% NO 19 CALL EUR	8,50%	SEMESTRALE	188.100	200.000	6	BULLET
		MARCOLIN 8,5% NO 19 CALL EUR	8,50%		11.900			
15/11/2013	MILLE UNO BINGO SPA	BINGO EUR 3 M + 5,6 NO AMORT CALL EUR	EUR 3 MESI + 5,6	TRIMESTRALE	9.000	9.000	5	AMMORTIZING
20/12/2014	ALESSANDRO ROSSO GROUP	ALES ROSSO 10% DI 18 CALL EUR	10,00%	SEMESTRALE	4.000	4.000	5	BULLET
20/12/2013	IACOBUCCI HF ELECTRONICS	IACOBUCCI HFA 8% DI 17 AMORT CALL EUR	8,00%	SEMESTRALE	4.950	4.950	4	AMMORTIZING
23/12/2013	GPI SPA	GPI 5,5% GI 18 EUR	5,50%	ANNUALE	8.000	8.000	5	BULLET
27/12/2013	ETT SPA	ETT 6% SE 14 CALL EUR	6,00%	ANNUALE	500	500	1	BULLET

Tabella 16: Quotazioni obbligazioni 2013 (fonte Borsa Italiana)

DATA	EMITTENTE	DESCRIZIONE	CEDOLA	PERIODICITA'	SPLIT	TOTALE	SCADENZA	TIPOLOGIA
22/01/2014	FINANZIARIA INT. HOLDING SPA	FINANZ INTER 5% GE 15 EUR	5,00%	SEMESTRALE	12.000	12.000	1	BULLET
29/01/2014	MICROCINEMA SPA	MICROCINEMA 8,125% GE 17 EUR	8,13%	SEMESTRALE	1.500	1.500	3	BULLET
31/01/2014	JSH GROUP SPA	JSH GROUP 7,5% GE 19 AMORT EUR	7,50%	ANNUALE	1.800	1.800	5	AMMORTIZING
06/02/2014	TERNI ENERGIA	TERNI ENERGIA 6,875% FE 19 EUR	6,88%	ANNUALE	25.000	25.000	5	BULLET
14/02/2014	COGEMAT SPA	COGEMAT EUR 6 M + 9,5 LU 19 CALL EUR	EUR 6 MESI + 9,50	SEMESTRALE	28.606	50.000	5	BULLET
		COGEMAT EUR 6 M + 9,5 LU 19 CALL EUR	EUR 6 MESI + 9,50	SEMESTRALE	21.394			
31/03/2014	BOMI ITALIA SPA	BOMI ITALIA TF 7,25% MZ 17 CALL EUR	7,25%	SEMESTRALE	1.500	1.500	3	BULLET
10/04/2014	TESMEC	TESMEC TF 6% AP 21 EUR	6,00%	ANNUALE	15.000	15.000	7	BULLET
10/04/2014	IPI SPA	IPI TF 7% AP 21 AMORT CALL EUR	7,00%	SEMESTRALE	12.300	12.300	7	AMMORTIZING
17/04/2014	RMS ITALY A&A SRL	RMS ITALY TF 8% MZ 19 CALL EUR	8,00%	TRIMESTRALE	1.000	1.000	5	BULLET
16/05/2014	ENNA ENERGIA SRL	ENNA ENERGIA TF 5% MG 19 AMORT CALL EUR	5,00%	SEMESTRALE	3.200	3.200	5	AMMORTIZING
20/05/2014	ETT SPA	ETT TF 5,85% DC 14 CALL EUR	5,85%	A SCADENZA	500	500	0,58	BULLET
22/05/2014	DYNAMICA RETAIL SPA	DYNAMICA RET TF 6% MG 19 CALL EUR	6,00%	SEMESTRALE	5.000	5.000	5	BULLET
30/05/2014	SEA SPA	SEA TF 6% MG 19 AMORT EUR	6,00%	ANNUALE	3.000	3.000	5	AMMORTIZING
03/06/2014	IMI FABI SPA	IMI FABI TF 6,3% GN 20 AMORT EUR	6,30%	SEMESTRALE	7.000	7.000	6	AMMORTIZING
05/06/2014	OFFICINE MACCAFERRI SPA	MACCAFERRI TF 5,75% GN 21 CALL EUR	5,75%	SEMESTRALE	197.500	200.000	7	BULLET
		MACCAFERRI TF 5,75% GN 21 CALL EUR	5,75%	SEMESTRALE	2.500			
09/06/2014	S.G.G. HOLDING SPA	SGG HOLDING 5,5% CV 2014-2016	5,50%	ANNUALE	8.000	8.000	2,5	BULLET
25/06/2014	SELLE ROYAL	SELLE TF 5,75% GN 19 AMORT EUR	5,75%	SEMESTRALE	10.000	10.000	5	AMMORTIZING
02/07/2014	L'ISOLANTE K-FLEX SPA	ISOLANTE KF TF 6% LG 20 CALL EUR	6,00%	ANNUALE	100.000	100.000	6	BULLET
04/07/2014	BANCA POP. ETRURIA E LAZIO	BP ETRLAZIO TF 7% LG 20 LT2 AMORT EUR	7,00%	ANNUALE	5.000	5.000	5	AMMORTIZING

11/07/2014	FRI EL BIOGAS HOLDING SRL	FRI-EL BIOGAS TF 4,9% GN 21 AMORT CALL EUR	4,90%	SEMESTRALE	12.000	12.000	7	AMMORTIZING
14/07/2014	ESTRA SPA	ESTRA TF 5% LG 19 EUR	5,00%	ANNUALE	50.000	50.000	5	BULLET
18/07/2014	COOPERATIVA MURATORI E CEM.	CMC RAVENNA TF 7,5% AG 21 CALL EUR	7,50%	SEMESTRALE	300.000	300.000	7	BULLET
18/07/2014	RIGONI DI ASIAGO SRL	RIGONI TF 6,25% LG 19 EUR	6,28%	SEMESTRALE	7.000	7.000	5	BULLET
21/07/2014	COSWELL SPA	COSWELL TF 6,8% LG 19 EUR	6,80%	ANNUALE	15.000	15.000	5	BULLET
22/07/2014	TWIN SET SIMONA BARBIERI SPA	TWIN SET TV EUR 3 M + 5,875 LG 19 CALL EUR	EUR 3 MESI + 5,875	TRIMESTRALE	150.000	150.000	5	BULLET
25/07/2014	TE WIND SPA	TE WIND TF 6% LG20 EUR	6,00%	ANNUALE	3.651.000	3.651	6	BULLET
28/07/2014	TREVI FINANZIARIA IND.	TREVI GROUP TF 5,25% LG 19 EUR	5,25%	ANNUALE	50.000	50.000	5	BULLET
29/07/2014	ACQUE DEL BASSO LIVENZA	ACQ LIVENZA TF 4,2% LG34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	14.000.	150.000	20	AMMORTIZING
	ACQUE DEL CHIAMPO	ACQ CHIAMPO TF 4,2% LG 34 AMORT CALL	4,20%	SEMESTRALE	13.000			
	ACQUE VICENTINE SPA	ACQVICENTINE TF 4,2% LG34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	26.000			
	ALTO VICENTINO SERVIZI SPA	ALTO VIC SER TF 4,20% LG 34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	18.000			
	AZIENDA SERVIZI INTEGRATI	ASI TF 4,2% LG34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	15.000			
	BIM SPA	BIM GSP TF 4,2% LG34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	5.000			
	CENTRO VENETO SERVIZI	C VENETO SER TF 4,2% LG34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	29.100			
ETRA SPA	ETRA TF 4,2% LG34 AMORT CALL EUR	4,20%	SEMESTRALE	29.900				
31/07/2014	MPG MANIFATTURA PLASTICA	MPG MAN PLAS TV EUR3M+4 LG19 AMORT CALL	EUR 3 MESI + 4	SEMESTRALE	3.000	3.000	5	AMMORTIZING
06/08/2014	GLOBAL SYSTEM INTERNATIONAL	GLOBAL INT TF 6,75% AG19 EUR	6,75%	TRIMESTRALE	5.400	5.400	5	BULLET
11/08/2014	S.I.G.I.T. SPA	S.I.G.I.T TF 6,25% AG19 AMORT CALL EUR	6,25%	SEMESTRALE	6.000	6.000	5	AMMORTIZING
14/08/2014	EUROTRANCIATURA SPA	ETRANCIATURA TF 5% AG19 AMORT EUR	5,00%	SEMESTRALE	5.000	5.000	5	AMMORTIZING
14/08/2014	GRUPPO PSC SPA	GRUPPO PSC TF 6% AG19 AMORT CALL EUR	6,00%	SEMESTRALE	5.000	5.000	5	AMMORTIZING

Tabella 17: Quotazioni obbligazioni 2014 (dati aggiornati al 18/09/2014 – fonte Borsa Italiana)

Grazie ai dati rinvenibili dalle Tabelle 16 e 17 è possibile stabilire delle tendenze che il sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT PRO ha manifestato in questi quasi due anni di funzionamento.

Come è possibile osservare dalla Figura 22, delle 56 emissioni obbligazionarie rivolte solamente agli investitori professionali, 39 prevedono una modalità di rimborso in un'unica soluzione alla scadenza, quindi adottano un profilo *bullet*, mentre le rimanenti prevedono una modalità di rimborso ammortizzabile.

Per quanto concerne il tasso cedolare applicato, delle 56 emissioni obbligazionarie, 50 prevedono un tasso fisso e solamente 6 prevedono un tasso variabile indicizzato al tasso di interesse Euribor (trimestrale oppure semestrale) maggiorato di uno spread imposto a discrezione dallo *sponsor*.

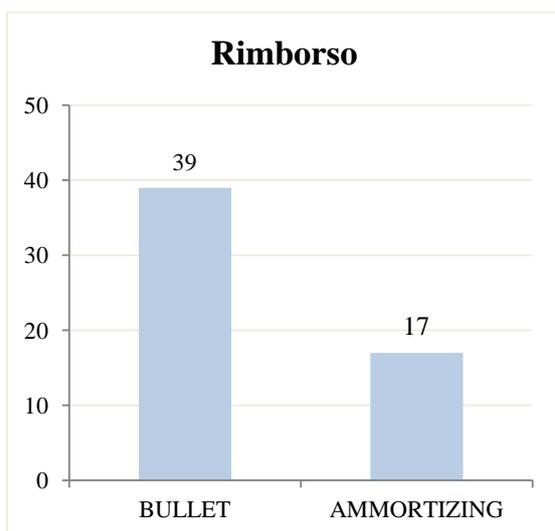


Figura 22: Tipologia di rimborso

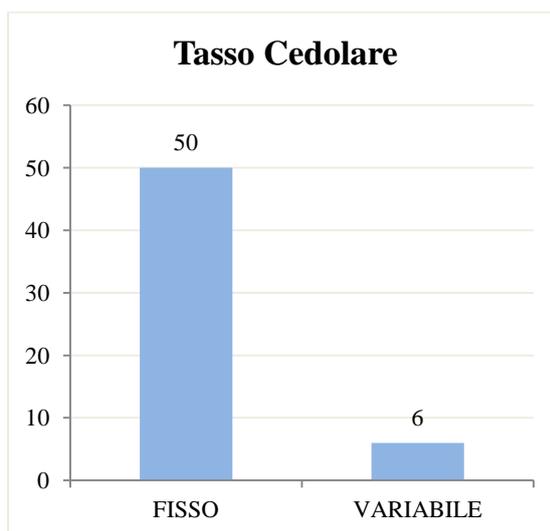


Figura 23: Tasso cedolare

Prendendo in esame i valori nominali delle singole emissioni, è possibile notare come 39 titoli obbligazionari sono inferiori ai 25 milioni di Euro mentre i rimanenti superano questa soglia target (Figura 24). Questo dato è piuttosto indicativo del fatto che il 68% delle aziende che hanno deciso di emettere questo strumento siano veramente PMI.

Infine, per quanto riguarda la durata, prendendo a riferimento la definizione riportata nel Decreto Sviluppo, 11 emissioni rientrano nella categoria delle cambiali finanziarie mentre le rimanenti possono avvalersi dell'appellativo di Mini Bond (Figura 25).

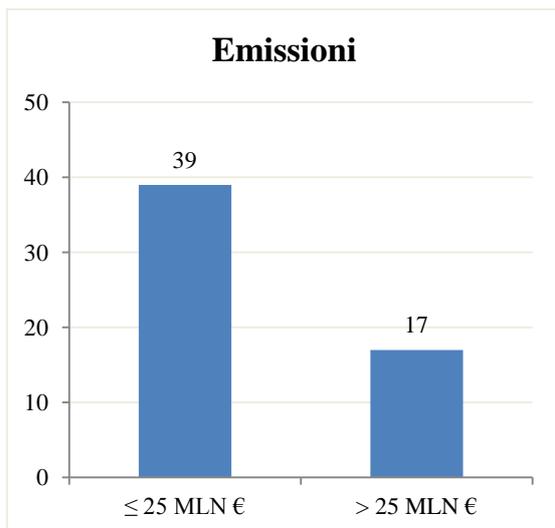


Figura 24: Valore nominale

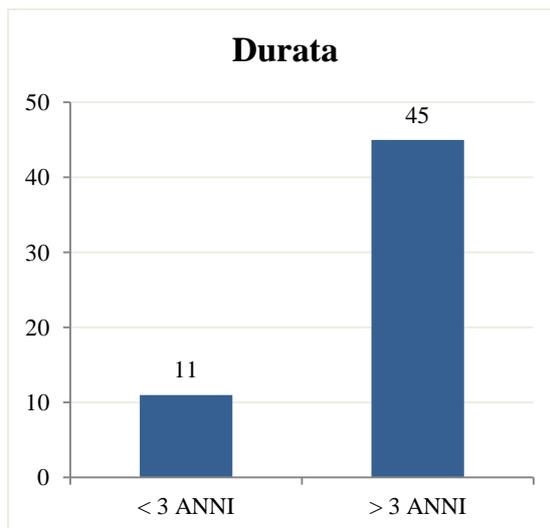


Figura 25: Durata

4.5 Il posizionamento di Banca Popolare di Vicenza nell'ExtraMOT PRO

Banca Popolare di Vicenza ha manifestato da subito interesse verso questo nuovo strumento perché secondo la *vision* con cui è stato pensato dall'istituto di credito veneto può rappresentare un passo importante verso una reale disintermediazione dal sistema bancario da parte delle aziende che decidono di affrontare la crisi economica cercando di ampliare le opportunità di guadagno.

Il suo contributo è ben visibile nel mercato finanziario italiano perché in nove mesi di operatività, dal Gennaio al Settembre 2014, è riuscita a quotare sull'ExtraMOT PRO sei Mini Bond. Volontà dell'istituto bancario vicentino è quella di partecipare attivamente all'avvio di un relativo mercato, il quale, per quanto riguarda la specifica realtà italiana, è ancora sottosviluppato.

Prendendo in esame solamente le emissioni avvenute nei primi nove mesi del 2014, anno in cui Banca Popolare di Vicenza ha deciso di entrare nell'ExtraMOT PRO, è possibile analizzare la ripartizione delle cosiddette quote di mercato.

Nel corso del 2014 il mercato ha visto la quotazione di 33 emittenti per un controvalore di 1,224 miliardi di Euro. Banca Popolare di Vicenza è riuscita ad ottenere una quota di mercato pari al 12% per volume di emissione, in quanto è riuscita a quotare 142,4 milioni di Euro, ed una quota di mercato pari al 18% per numero di emittenti, in quanto ha curato la strutturazione del Mini Bond di sei imprese.

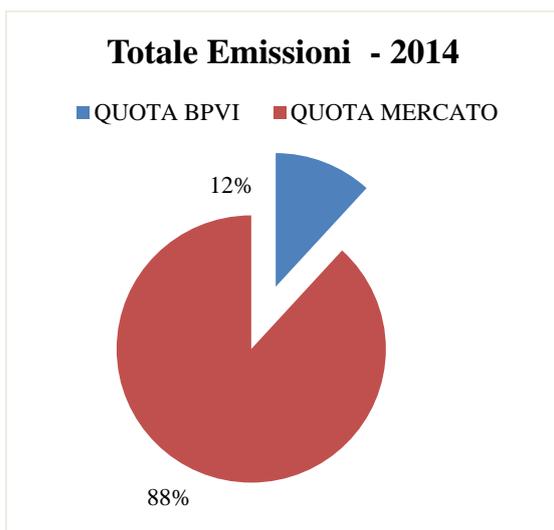


Figura 26: Totale Emissioni 2014

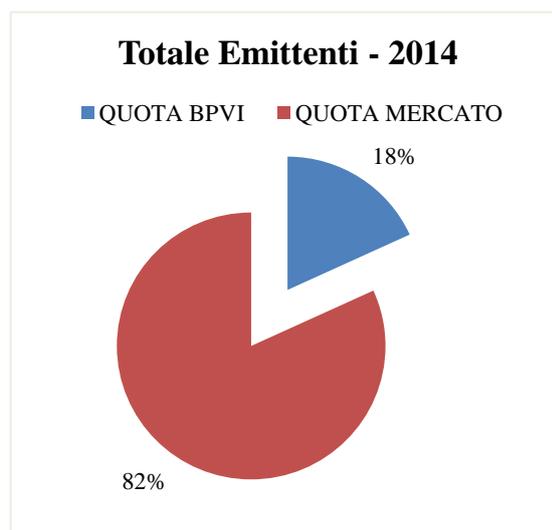


Figura 27: Totale Emittenti 2014

Concentrando l'attenzione sulle emissioni effettuate dall'istituto bancario, la situazione è delineata nella tabella sottostante, in cui si riporta il dettaglio delle operazioni, con indicazione del tasso cedolare, del valore nominale dell'emissione, della durata e del *rating solicited* applicato da Cerved Group.

I Mini Bond originati possono considerarsi abbastanza eterogenei per quanto riguarda l'ammontare nominale, in quanto sono presenti emissioni di piccolo, medio e grosso taglio, mentre il tasso cedolare annuo applicato è in media pari al 6%.

QUOTAZIONI SEGMENTO PROFESSIONALE – POPVI					
DATA	EMITTENTE	CEDOLA	AMMONTARE	DURATA	RATING
10/04/2014	TESMEC	6,00%	15.000.000	7	A2.2
14/07/2014	ESTRA	5,00%	50.000.000	5	B1.1
18/07/2014	RIGONI ASIAGO	6,25%	7.000.000	5	A3.1
21/07/2014	COSWELL	6,80%	15.000.000	5	B1.1
28/07/2014	TREVI FIN. IND.	5,25%	50.000.000	5	A2.1
06/08/2014	GSI	6,75%	5.000.000	5	B1.1

Tabella 18: Quotazioni nel segmento professionale da parte di Banca Popolare di Vicenza

Tesmec s.p.a. è un'azienda già presente nei mercati finanziari in quanto è quotata nella Borsa Italiana nel mercato MTA. Ha sede nella provincia di Bergamo ed è attiva nella progettazione, produzione e distribuzione di prodotti, tecnologie e soluzioni integrate

nella costruzione, manutenzione ed efficienza di infrastrutture legate al trasporto e la fornitura di energia, dati e materiali, quali ad esempio le reti elettriche aeree e interrate, le linee ferroviarie tradizionali e ad alta velocità, cavi e tubi.

Estra s.p.a. è un'azienda toscana nata solamente nel 2010 a seguito dell'aggregazione di tre realtà imprenditoriali attive nelle province di Prato, Siena e Arezzo. È considerata una *multiutility* in quanto è attiva nel settore dell'energia, in particolare distribuisce gas naturale.

Rigoni di Asiago s.r.l. è un'azienda localizzata sull'altopiano di Asiago che produce e commercializza prodotti che provengono esclusivamente dall'agricoltura biologica, come ad esempio le marmellate, la crema di nocciole ed il miele.

Coswell s.p.a. è un'azienda bolognese che produce e commercializza prodotti per la cura ed il benessere della persona. Nel corso del seguente capitolo, verrà descritta proprio la sua emissione obbligazionaria in quanto è quella che rispecchia in modo completo lo spirito per la quale la norma del Decreto Sviluppo è stata pensata.

Trevi Finanziaria Industriale s.p.a. è un'altra azienda già presente nei mercati finanziari, quotata nella Borsa Italiana nel mercato MTA. È un'azienda emiliana attiva nel settore delle fondazioni e delle perforazioni, con la costruzione di attrezzature indispensabili per la perforazione di pozzi al fine dell'estrazione di idrocarburi oppure per ricerche.

Global System International s.p.a. è un'azienda milanese che opera nella produzione e commercializzazione di prodotti e componenti in materiale plastico stampato, in particolare è specializzata nella produzione di parti di carrozzeria per mezzi agricoli, camion e auto.

La proposta commerciale di Banca Popolare di Vicenza vuole inserirsi in un preciso target in quanto per singola emissione si prevede un ammontare nominale compreso tra i 5 ed i 50 milioni di Euro.

Prendendo in esame solamente le emissioni avvenute nei primi nove mesi del 2014 e suddividendole in classi di emissioni, è possibile osservare come il target di emissione 5-50 milioni di Euro sia quello in cui si registra la maggior concentrazione di emittenti.

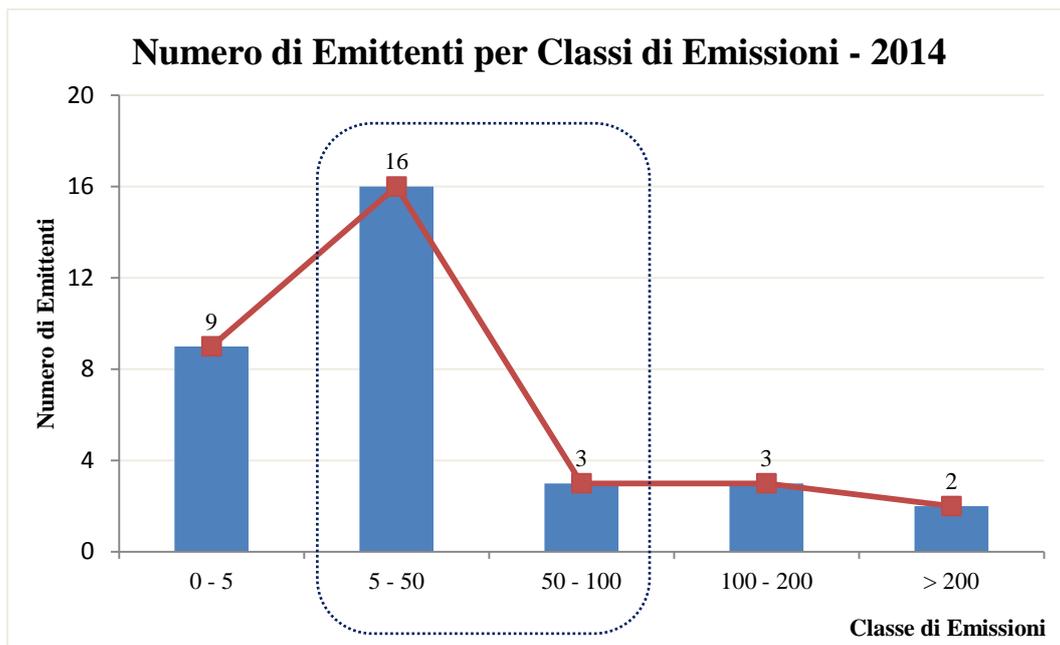


Figura 28: Numero di Emittenti per Classi di Emissioni 2014

Con riferimento al target di emissione 5-50 milioni di Euro, sono state quotate 19 obbligazioni *corporate* per un controvalore complessivo di 304,7 milioni di Euro: 6 di queste obbligazioni sono state strutturate da Banca Popolare di Vicenza, per un controvalore complessivo di 142,4 milioni di Euro.

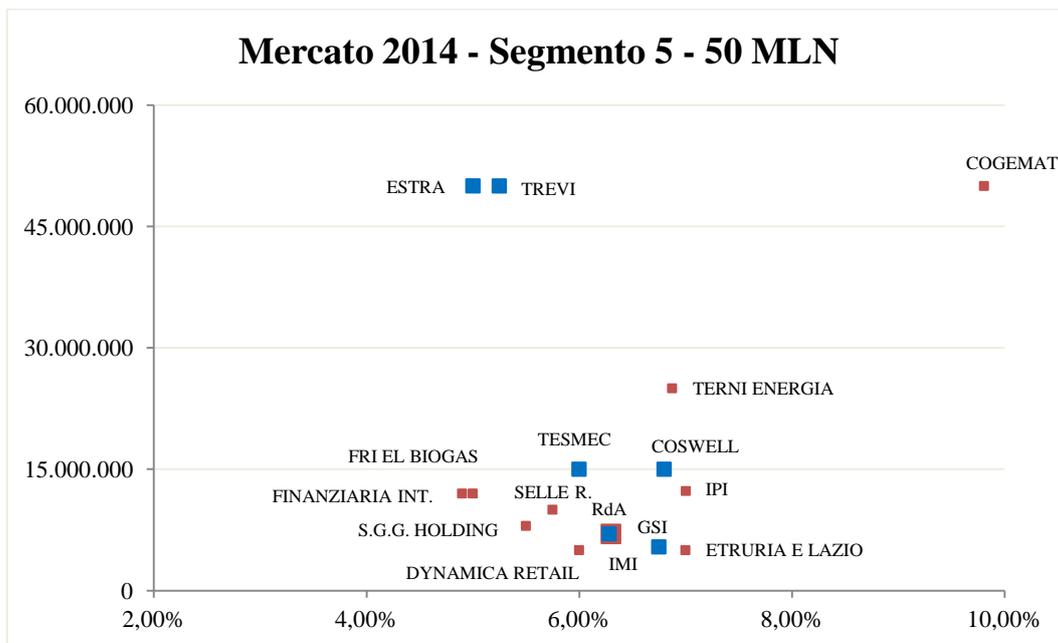


Figura 29: Mercato 2014 – Target 5-50 milioni €

Nel target di emissione 5-50 milioni di Euro, Banca Popolare di Vicenza è riuscita ad ottenere una quota di mercato pari al 47% per volume di emissione ed una quota di mercato pari al 32% per numero di emittenti, dimostrandosi essere una protagonista dell'ExtraMOT PRO.

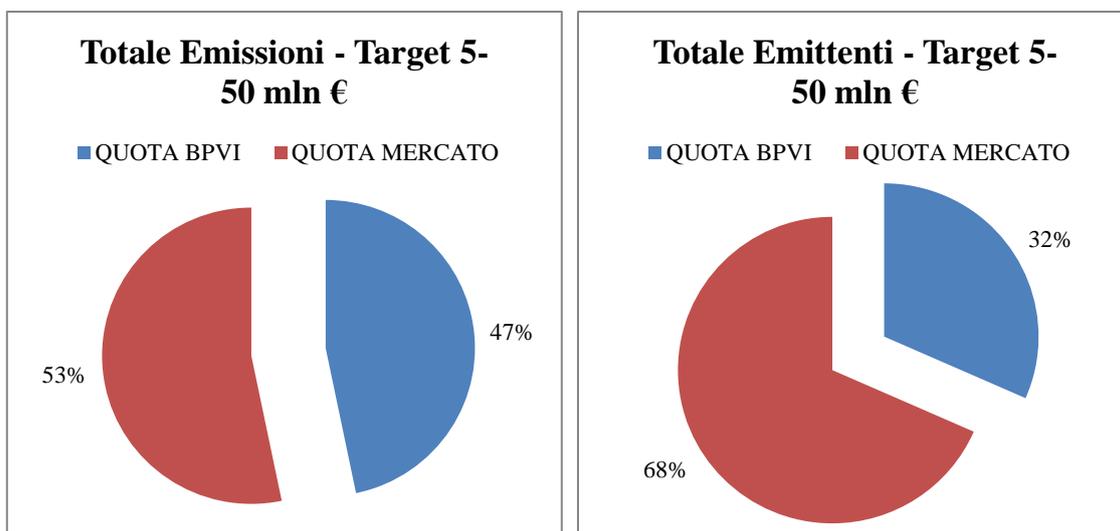


Figure 30-31: Totale Emissioni e Totale Emittenti Target 5-50 milioni 2014

CAPITOLO 5

Il caso Coswell S.p.A.

5.1 Introduzione

In questo ultimo capitolo si descriverà il caso dell'azienda denominata Coswell S.p.A., realtà bolognese attiva nella produzione e commercializzazione di prodotti per la cura ed il benessere della persona attraverso marchi molto noti al pubblico dei consumatori.

Il 27 giugno 2014 Coswell ha annunciato, attraverso un comunicato stampa, l'avvio del collocamento di un prestito obbligazionario per un ammontare complessivo pari a 15 milioni di Euro, affidando a Banca Popolare di Vicenza il ruolo di collocatore e di banca agente ed il ruolo di *advisor* finanziario a Equita sim.

Terminata la fase di mercato primario, Coswell ha presentato la domanda di ammissione alla negoziazione delle obbligazioni sul segmento professionale del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT ed il 18 luglio 2014 Borsa Italiana ha accolto positivamente tale richiesta comunicando ufficialmente l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari attraverso la pubblicazione dell'Avviso n. 13222.

Per far conoscere se stessa alla comunità finanziaria e ai potenziali investitori, Coswell ha messo a disposizione nel proprio sito web aziendale una serie di informazioni liberamente accessibili e consultabili: i bilanci sia civilistici che consolidati degli ultimi due esercizi, il Report Analitico di Rating elaborato da Cerved Group ed il Documento di Ammissione alla quotazione del prestito obbligazionario.

Con il prezioso supporto di tali documenti, nei paragrafi che seguono si propone un'analisi elaborata personalmente, in cui si analizza dapprima l'azienda nel suo complesso, evidenziando la struttura della compagine azionaria ed il gruppo aziendale di riferimento, la particolarità dell'attività caratteristica con la descrizione dei marchi di punta suddivisi in base al canale commerciale di vendita e l'analisi dal punto di vista contabile degli ultimi tre esercizi, dal 2011 al 2013.

Le argomentazioni precedenti hanno portato alla definizione del Mini Bond e delle relative caratteristiche tecniche del prestito obbligazionario emesso da Coswell: in tale sezione si mettono in luce le particolarità dell'obbligazione e le motivazioni sottostanti.

5.2 L'emittente

Coswell S.p.A. è una PMI italiana nata nel 2006 con sede nella provincia bolognese, particolarmente attiva sia nel contesto nazionale che in quello internazionale, nella produzione e commercializzazione di varie linee di prodotti per la cura ed il benessere della persona facilmente riconoscibili tra i consumatori.

Coswell S.p.A. è nata dallo spin-off di un'altra grande azienda, la Guaber S.p.A., società fondata da Paolo Gualandi e Athos Bergamaschi nel 1961, attiva inizialmente nella produzione di detergenti per la pulizia della casa.

Nel corso del 2006 Guaber S.p.A. decise di suddividere il proprio business attraverso la creazione di due società: Guaber Coswell dedicata alla produzione e distribuzione di prodotti per la cura ed il benessere della persona che rimase di proprietà della famiglia Gualandi e che successivamente prese il nome di Coswell S.p.A., e Guaber Household, dedicata alla produzione e commercializzazione di prodotti per la cura della casa, fatta convergere in una grande holding italo-francese denominata Spottles Group.

La *mission* della società è quella di riuscire a fornire, in ogni parte del mondo, dei prodotti innovativi in termini di qualità, sicurezza e convenienza, con lo scopo di migliorare la qualità della vita degli individui.

In tale contesto, l'attività di Ricerca e Sviluppo messa in atto dall'azienda è diventata fondamentale, come anche le preziose collaborazioni che Coswell ha saputo attivare nel corso degli anni di attività, ad esempio con le Università di Bologna, Siena, Pisa, Ferrara e Milano e la Fondazione Umberto Veronesi. Tali contributi hanno permesso lo sviluppo di numerosi prodotti, e hanno contribuito ad una sensibile riduzione sia dei costi che dei rischi relativi al lancio di nuovi articoli da immettere sul mercato, nonché lo studio e l'elaborazione di più progetti di ricerca.

Nella pratica, il Gruppo Coswell si configura come un "*brand factory*" in quanto nel corso degli anni è riuscito a lanciare e rivendere numerosi marchi di successo: la società, infatti, sviluppa al proprio interno i prodotti che vengono successivamente valorizzati attraverso la vendita a marchio proprio.

Il primo marchio ad essere sviluppato è stato quello di Antica Erboristeria, che si caratterizzava per il fatto di essere la prima linea di prodotti in commercio per l'igiene personale a base di principi attivi naturali. Altri marchi molto famosi che sono stati sviluppati nel corso degli anni sono stati Cera Grey, Vape, Coloreria Italiana e Drago.

È con il marchio Neutromed, una linea di prodotti a PH 5,5 per l'igiene della persona, che l'azienda riesce a creare un segmento di nicchia che le permetterà per molti anni di assumere una posizione di leader nel settore.

Nel corso degli anni '90 viene lanciato il nuovo marchio Bionsen, che racchiude una linea di bagnoschiumi e detergenti a base di oligoelementi termali giapponesi, frutto di una collaborazione tra la Clinica Universitaria di Siena e il Centro studi termali di Tokyo.

Attualmente Coswell S.p.A. è proprietaria dei seguenti marchi: Biorepair, Blanx, Bionsen, L'Angelica Istituto Erboristico, Isomar, PREP, Dolorelax, Vitermine, Rockford, Gandini e Transvital e distribuisce in licenza le fragranze firmate da Byblos, Renato Balestra e Luciano Soprani.

5.3 La compagine societaria

Coswell S.p.A. può essere rappresentata come una *“family company”* in quanto i detentori del capitale sociale sono i membri della famiglia Gualandi. Il capitale sociale sottoscritto al 31 dicembre 2013 è pari a 38,867 milioni di Euro, mentre quello versato è pari a 27,867 milioni di Euro: esso si compone di 77,734 milioni di azioni dal valore di 0,50 Euro ciascuna.

Nella tabella sottostante si riporta la ripartizione del capitale azionario con l'indicazione della percentuale di azioni possedute da ciascun socio ed il relativo numero.

	PERCENTUALE	N. AZIONI
Paolo Gualandi	41,30%	16.052.071
Paola Gualandi	13,06%	5.076.030,20
Jacopo Gualandi	13,06%	5.076.030,20
Michele Gualandi	13,06%	5.076.030,20
Andrea Gualandi	13,06%	5.076.030,20
Azioni Proprie	6,46%	2.510.808,20
TOTALI	100%	38.867.000

Tabella 19: Rappresentazione dell'azionariato di Coswell S.p.A. (fonte: Documento di Ammissione)

5.4 Il Gruppo Coswell

Alla fine dell'esercizio 2013 la struttura societaria di Coswell S.p.A. è la seguente:

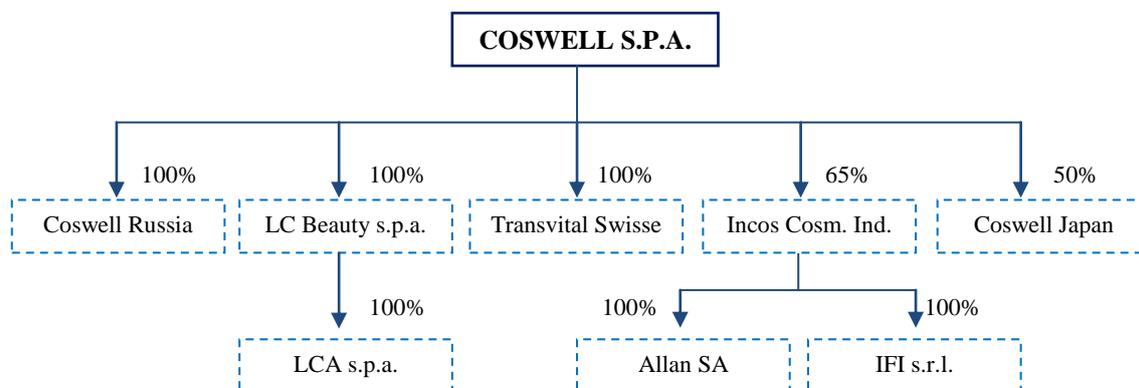


Figura 32: Rappresentazione del Gruppo Coswell (fonte: Documento di Ammissione)

Incos Cosmeceutica Industriale s.r.l. è partecipata da Coswell per il 65% del capitale sociale mentre il restante 35% è riconducibile direttamente alla famiglia Gualandi. La società ha per oggetto la produzione di articoli appartenenti ai settori “*Toiletries*”, “*Health Food*”, “*Oral Care*” e “*Body Care*”.

Incos Cosmeceutica Industriale detiene a sua volta le seguenti partecipazioni: Allan SA, società immobiliare di diritto lussemburghese posta in liquidazione e Istituto Fresenius Italia s.r.l., che si occupa della gestione del depuratore nello stabilimento di Coswell.

LCBeauty S.p.A. è partecipata al 100% da Coswell e ha sede nella Repubblica di San Marino. La società realizza per Coswell tutta l'attività inerente la profumeria alcolica e produce la linea PREP.

Transvital Swisse s.a.g.l., controllata al 100% da Coswell, proviene dalla fusione della società Eurocosmesi s.r.l..

Sono presenti anche due filiali estere: Coswell Russia OO, nata nel 2004 con lo scopo di commercializzare i prodotti di largo consumo in Russia e nei Paesi limitrofi, e Coswell Japan LLC, nata nel 2009 con lo scopo di importare specialità alimentari, accessori da cucina e articoli in pelle.

5.5 L'attività caratteristica

L'attività caratteristica del Gruppo Coswell può essere organizzata in tre divisioni commerciali, identificate anche dal relativo canale di vendita: il canale dedicato alla grande distribuzione organizzata (GDO), il canale dedicato alle farmacie ed il canale dedicato alle profumerie.

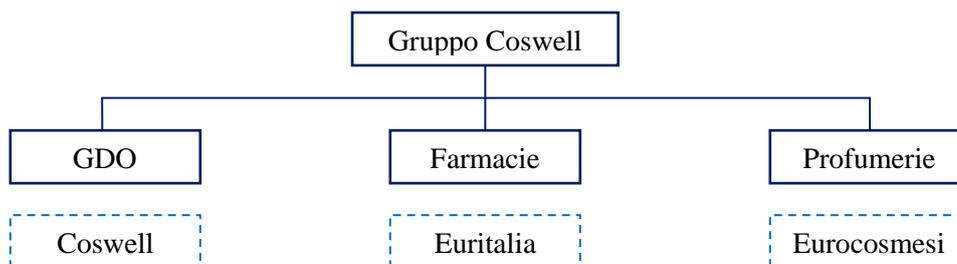


Figura 33: Suddivisione del *core business* del Gruppo Coswell

Il canale della grande distribuzione organizzata, detto anche GDO, è presidiato dalla divisione che prende il nome di Coswell, la quale distribuisce prodotti per l'igiene personale, come ad esempio shampoo, bagnoschiuma, doccia schiuma e deodoranti, prodotti per la cura dell'igiene orale, come ad esempio dentifrici, colluttori, spazzolini da denti e filo interdentale, e prodotti che rientrano nell'ambito della nutriceutica, come ad esempio tisane, integratori alimentari e infusi.

L'Istituto Erboristico L'Angelica è nato nel 1981 in una villa ottocentesca situata nella campagna bolognese con lo scopo di produrre una linea di prodotti naturali, che seguissero i normali bioritmi del corpo umano.

Il marchio è noto soprattutto per la nutriceutica, termine derivante dall'unione delle parole "nutrizione" e "farmaceutica" per indicare quella disciplina che studia gli effetti sul corpo umano dei principi attivi derivanti dagli alimenti. In tale ambito, L'Istituto Erboristico produce numerose tipologie di tisane, thé, infusi ed integratori alimentari.

BlanX è una linea di prodotti per l'igiene orale pensata per lo sbiancamento della superficie dentinale: il consumatore può ritrovare tale linea sia nel canale della grande distribuzione organizzata sia nel canale farmacie con una formulazione più arricchita e potenziata.

Biorepair è una linea di prodotti per l'igiene orale nati dall'esperienza di BlanX®: essi si caratterizzano per il fatto di essere l'unico dentifricio sul mercato che è in grado di riparare lo smalto dei denti grazie all'azione della formula che contiene i microRepair®. Questa linea di prodotti è stata frutto di una collaborazione lunga un anno e mezzo tra i laboratori di ricerca del Gruppo Coswell ed il Laboratorio di Strutturistica Chimica Ambientale e Biologica dell'Università di Bologna.

Bionsen raggruppa una linea completa di prodotti specifica per la cura e l'igiene della persona: doccia schiuma e bagnoschiuma, shampoo, detergenti liquidi, deodoranti e una linea di prodotti appositamente studiata per l'igiene intima.

La formulazione a base di oligoelementi, utilizzati per rinvigorire lo strato superficiale dell'epidermide, nasce dalla collaborazione tra la Clinica Dermatologica dell'Università di Siena ed il centro studi Termali di Tokyo.

PREP, acquisito nel 2009 dal Gruppo Coswell, è una linea di prodotti ideata per la cura della pelle. Resa famosa per un vasetto di crema dermoprotettivo multifunzione, la gamma di prodotti nel tempo si è arricchita, fino a comprendere deodoranti, prodotti pre e post rasatura, crema per le mani e una gamma di solari altamente protettivi.



Figura 34: Marchi distribuiti con il canale GDO²¹

Il canale farmacia è presidiato dalla divisione derivante dall'incorporazione di Euritalia Pharma s.r.l., società nata nel 1986 che grazie ad una squadra composta da farmacisti, chimici e cosmetologi creava preparati di alta qualità. L'incorporazione all'interno del Gruppo Coswell ha permesso lo sbocco in mercati esteri e l'accesso ad un laboratorio di ricerca e sviluppo sempre proattivo nella soddisfazione di nuovi bisogni.

²¹ fonte <http://www.coswell.biz/prodotti/marchi.html>

Isormar raggruppa una linea di prodotti utilizzati nella detersione quotidiana e nella prevenzione delle infezioni alle vie respiratorie. L'acqua del mare del Parco Marino delle Cinque Terre, caratterizzata da una percentuale maggiore di ossigeno, è il componente principale alla base di tali spray.

Fleboderm è una linea di prodotti che prevede un programma di contrasto di due patologie presenti soprattutto nel mondo femminile: l'insufficienza venosa cronica, che si manifesta con formicolii e dolori agli arti inferiori, e la cellulite.

Doorelax è una linea dedicata alla cura del dolore attraverso modalità differenti, attraverso sia l'utilizzo del calore, come ad esempio l'applicazione di cerotti medicali che rilasciano un effetto di tepore nella zona trattata, che l'utilizzo del freddo, come ad esempio l'applicazione del ghiaccio istantaneo.

Nel canale farmacia è possibile ritrovare una linea formulazione più potenziata e aggressiva sia per il marchio BlanXMed, il quale si differenzia per una maggiore capacità di sbiancamento dei denti in grado di eliminare le macchie derivanti dal consumo del caffè, della nicotina e altri agenti inquinanti, sia per il marchio Biorepair Plus.



Figura 35: Marchi distribuiti con il canale Euritalia Pharma²²

²² fonte: <http://www.euritaliapharma.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/1>

Infine, il canale profumeria è presidiato dalla divisione Eurocosmesi, la quale si impegna a sviluppare e distribuire i marchi sia di proprietà, già visti nel caso della grande distribuzione organizzata, che in licenza, come ad esempio Byblos, Rockford, Renato Balestra, Luciano Soprani e Gandini.

5.6 L'organizzazione dell'attività caratteristica

La gamma dei prodotti offerta da Coswell è concepita e realizzata secondo un modello di business che copre tutte le fasi del processo produttivo, dall'attività di ricerca e sviluppo alla distribuzione finale.

La fase di Ricerca e Sviluppo risulta essere quella più importante per l'azienda e viene svolta sia nello stabilimento di Incos Cosmeceutica Industriale, che nello stabilimento di LC Beauty. Le relative strategie sono improntate all'innovazione e alla creatività: l'azienda vuole contraddistinguersi nel mercato di riferimento per l'offerta di prodotti innovativi, di elevata qualità ed in grado di anticipare le tendenze dei consumatori.

La fase di Produzione viene svolta sia nello stabilimento di Incos Cosmeceutica Industriale, per quanto riguarda la produzione di articoli appartenenti ai settori "Toiletries", "Health Food", "Oral Care" e "Body Care", che nello stabilimento di LC Beauty, per quanto concerne la produzione di profumeria alcolica e l'intera linea a marchio PREP.

L'attuale produzione non impegna completamente i due impianti produttivi: l'azienda è in grado di fronteggiare gli eventuali picchi di domanda e di svolgere lavorazioni in conto terzi. Tutte le produzioni sono monitorate in ogni fase del processo dal Controllo di Qualità, il quale dispone di un laboratorio chimico-fisico e microbiologico.

Il Marketing svolge un ruolo strategico in quanto richiede la collaborazione attiva di tutte le principali funzioni aziendali al fine di valorizzare al meglio tutti i marchi detenuti in portafoglio; le strategie competitive messe in atto dall'azienda si basano sulla differenziazione e la segmentazione del prodotto e dei canali di distribuzione.

Infine, la fase di Distribuzione vede l'azienda vendere i propri prodotti in base alla loro destinazione finale, ossia sono presenti tre possibili canali distributivi rappresentati dalla grande distribuzione organizzata, presidiata dalla divisione Coswell, le farmacie, presidiate dalla divisione Euritalia, e le profumerie, presidiate dalla divisione Eurocosmesi.

5.7 Analisi dei dati contabili

Dopo aver analizzato la realtà operativa di Coswell S.p.A. e la sua struttura imprenditoriale, è opportuno procedere ad analizzare il bilancio consolidato, in quanto l'analisi del solo bilancio di esercizio corre il rischio di tralasciare importanti relazioni infragruppo.

L'analisi dei documenti contabili prende avvio con lo studio del Conto Economico Consolidato, il quale è stato riclassificato in base al criterio del Valore della Produzione e del Valore Aggiunto.

Il Valore della Produzione esprime il valore di ciò che è stato prodotto durante l'esercizio dal Gruppo, a prescindere dal fatto che quanto prodotto sia anche stato venduto: esso è rappresentato principalmente dai ricavi derivanti dalla vendita dei prodotti.

Nel triennio 2011-2013, è possibile constatare una crescita complessiva di tale aggregato, registrando un CAGR pari al 3%, la quale è da ricondursi alle strategie commerciali che il Gruppo Coswell ha deciso di intraprendere: vale a dire il consolidamento delle quote di mercato ed il lancio di nuovi prodotti, in particolare quelli a marchio Blanx e Biorepair.

Analizzando in maggior dettaglio le note integrative ai Bilanci Consolidati disponibili nel sito web dell'emittente, è possibile comprendere anche la distribuzione geografica dei ricavi caratteristici nei tre esercizi presi in considerazione.

La figura 36 riporta la suddivisione dei ricavi in base all'area geografica di appartenenza: essa mostra come la maggior parte delle vendite siano rivolte al mercato domestico, pur mostrando un peso significativo della parte estera, la quale è data dalla somma tra il resto del mondo ed il resto dell'Europa.

Valori in €	2011	% 2011	2012	% 2012	2013	% 2013
ITALIA	71.775.040	86,58%	75.654.615	91,26%	77.302.676	93,25%
EUROPA	7.582.366	9,15%	7.724.684	9,32%	8.680.151	10,47%
MONDO	3.538.540	4,27%	3.565.829	4,30%	3.744.486	4,52%
TOTALI	82.895.946	100%	86.945.128	100%	89.727.313	100%

Tabella 20: Ripartizione dei ricavi per area geografica

L'export vede il Gruppo Coswell presente in cinquanta Paesi nel mondo, ma i principali mercati di commercializzazione sono rappresentati da Regno Unito, Germania, Hong Kong, Cina, Russia, Ucraina, Medio Oriente, Ungheria, Turchia, Croazia e Spagna. Dalla precedente tabella è possibile osservare come nel corso dell'ultimo esercizio, la quota dei ricavi derivanti dall'export aumenta rispetto al biennio precedente, attestandosi attorno al 15%.

La figura 37, invece, riporta la suddivisione dei ricavi in base all'area di business per il solo ultimo esercizio preso in analisi, ossia il 2013: è possibile osservare come il 76% dei ricavi caratteristici provengono dal canale distributivo della grande distribuzione organizzata, mentre le rimanenti quote, quasi paritetiche, provengono dal canale delle farmacie e delle profumerie.

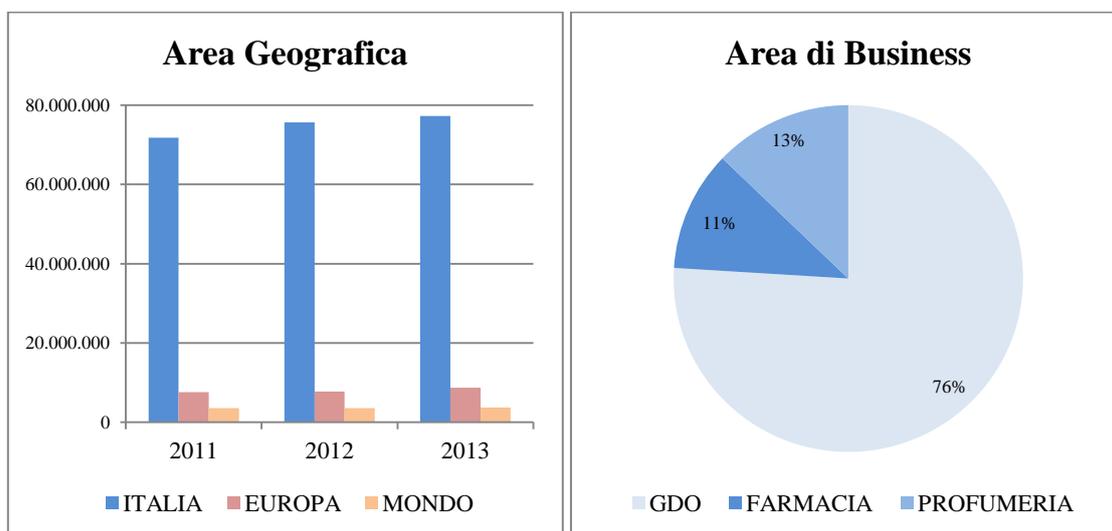


Figura 36: Ricavi per area geografica

Figura 37: Ricavi per area di business

Dopo aver analizzato il Valore della Produzione lo studio prosegue con l'analisi della struttura dei costi e delle marginalità.

Dalla differenza tra il Valore della Produzione ed alcuni Costi della Produzione si ottiene il Valore Aggiunto che costituisce la ricchezza realizzata internamente dall'impresa necessaria per remunerare gli altri fattori della produzione.

Sottraendo dal Valore Aggiunto il solo costo del personale si genera un altro aggregato economico intermedio particolarmente significativo quando si analizzano i bilanci, in quanto esprime l'andamento della gestione caratteristica dell'azienda: tale risultato

prende il nome di l'Ebitda, acronimo di *Earning Before Interest Tax Depreciation and Amortization*.

Nel triennio preso in considerazione l'Ebitda cresce registrando un CAGR pari al 15%, a fronte della crescita del valore della produzione che ha registrato un CAGR pari al 3%: è possibile evidenziare come nel corso dei tre esercizi il Gruppo abbia migliorato i propri margini.

Nello specifico, l'Ebitda Margin, indice di efficienza produttiva dell'azienda calcolato come rapporto tra Ebitda e Valore della Produzione, è migliorato progressivamente, passando dal 10,5% nel 2011 al 13% nel 2013. La marginalità in aumento del Gruppo è da ricondursi principalmente alle strategie commerciali di efficienza dei costi.

Andando ad analizzare nel dettaglio la struttura dei costi si evince che il miglioramento dell'Ebitda Margin nei tre anni presi in considerazione è riflesso a partire dal Valore Aggiunto, in quanto l'incidenza del costo del personale sul volume del fatturato è rimasto pressoché costante.

In maggior dettaglio, la voce di costo che ha determinato il sensibile miglioramento della marginalità a livello di Valore Aggiunto è riconducibile principalmente ad una diminuzione dell'incidenza dei costi per servizi sul valore della produzione.

Sottraendo dall'Ebitda l'impatto degli ammortamenti si genera un altro aggregato economico intermedio particolarmente significativo che esprime l'andamento della gestione caratteristica dell'azienda al netto della gestione degli investimenti; tale risultato prende il nome di Ebit, acronimo di *Earning Before Interest Tax*.

Nel corso del 2011 il Gruppo registra un Ebit negativo poiché la somma degli ammortamenti e delle svalutazioni derivanti dalle immobilizzazioni materiali ed immateriali è maggiore dell'Ebitda ottenuto nel medesimo anno. Nel corso del biennio successivo l'Ebit migliora progressivamente e nel 2013 l'Ebit Margin, dato dal rapporto tra l'Ebit ed il Valore della Produzione, si attesta attorno al 5%.

L'analisi del conto economico si conclude prendendo in considerazione la gestione finanziaria e la gestione patrimoniale o straordinaria al fine di determinare il risultato di esercizio.

Per quanto riguarda la gestione finanziaria, il Gruppo riesce a ripagare gli oneri finanziari derivanti dall'indebitamento bancario. Osservando l'andamento decrescente

di tale voce è possibile ipotizzare anche una riduzione del debito bancario, constatabile effettivamente analizzando, in un secondo momento, lo Stato Patrimoniale Consolidato. A livello di Risultato Netto, l'ultimo esercizio preso in considerazione chiude con un utile di 1,152 milioni di Euro, in aumento rispetto all'esercizio precedente chiuso con una perdita di 564 mila Euro.

Questo andamento altalenante del risultato d'esercizio è da ricondursi principalmente alla gestione straordinaria messa in atto dal Gruppo, in cui si fanno rientrare le cosiddette sopravvenienze attive e passive, che comprendono maggiori ricavi o maggiori costi di competenza di esercizi precedenti.

Osservando tale gestione, è possibile notare come nel corso dell'esercizio 2011 tale aggregato assuma un valore ampiamente positivo a seguito della plusvalenza registrata dalla Capogruppo a seguito della liquidazione di una controllata estera (la società Sediciottobre sarl).

Dopo aver analizzato il Conto Economico Consolidato si procede ad analizzare lo Stato Patrimoniale Consolidato, il quale è stato riclassificato in forma funzionale. Tale riclassificazione mette in mostra degli aggregati intermedi, come il Capitale Circolante Netto, l'Attivo Immobilizzato, la Posizione Finanziaria Netta ed il Patrimonio Netto, visibili solamente attraverso una riscrittura delle voci in forma scalare.

Iniziando ad analizzare gli impieghi dello Stato Patrimoniale, l'aggregato di maggiore interesse è dato dal Capitale Investito Netto, il quale è dato dalla somma tra il Capitale Circolante Netto e l'Attivo Immobilizzato.

Il Capitale Circolante Netto, ricavato dalla differenza tra l'Attivo Corrente ed il Passivo Corrente, descrive l'ammontare delle risorse impiegate a breve termine nella gestione caratteristica. È di fondamentale importanza che il management dell'azienda abbia il controllo costante di tale aggregato, in modo da evitare una esposizione finanziaria eccessiva e garantire delle possibilità di sviluppo in un futuro prossimo.

Nel corso del triennio analizzato il Gruppo Coswell è riuscito a diminuire del 9,26% l'incidenza del Capitale Circolante Netto sul Valore della Produzione, passando dal 50,31% nel 2011 al 41,05% nel 2013.

Ulteriori informazioni circa l'andamento del Capitale Circolante Netto possono essere comprese analizzando la durata media dei crediti commerciali, dei debiti commerciali e delle giacenze delle rimanenze.

Dai dati riportati nella Tabella 21 è possibile osservare un decremento sia dei giorni di incasso dei crediti commerciali ed altri crediti sia dei giorni di rotazione del magazzino che dei giorni di pagamento dei fornitori: nel corso dei tre esercizi tali voci diminuiscono anche in valore assoluto.

CALCOLO DEI GIORNI			
ANNO	2011	2012	2013
Durata media dei crediti comm.	166	158	150
Durata media dei debiti comm.	230	180	190
Durata media delle rimanenze	93	84	81

Tabella 21: Calcolo dei giorni utili per il Capitale Circolante Netto

La presenza di un Capitale Circolante Netto positivo è possibile constatarla ulteriormente calcolando sia l'indice di disponibilità, dato dal rapporto tra l'attivo corrente ed il passivo corrente, che l'indice di liquidità, dato dal rapporto tra l'attivo corrente al netto delle rimanenze e del passivo corrente.

Entrambi gli indicatori, nel triennio analizzato, sono rispettivamente in media pari a 2 e a 1,49: ciò significa che il Gruppo è in grado di far fronte alle passività correnti con le attività correnti e può disporre di risorse monetarie aggiuntive per far fronte alle eventuali uscite derivanti dalle scadenze delle passività a breve termine.

L'altra componente del Capitale Investito Netto è l'Attivo Immobilizzato, che esprime la consistenza degli investimenti a lungo termine necessari affinché l'azienda possa svolgere internamente la propria attività caratteristica; tale aggregato è dato dalla somma dell'avviamento, delle immobilizzazioni immateriali, delle immobilizzazioni materiali e delle immobilizzazioni finanziarie.

La maggior parte dell'Attivo Immobilizzato è rappresentato dalla componente immateriale al netto dell'avviamento, il quale quest'ultimo presenta un andamento decrescente nel triennio preso in considerazione derivante dalla differenza del consolidamento all'interno della Capogruppo della controllata Euritalia Pharma.

È possibile osservare un incremento consistente delle immobilizzazioni immateriali, poiché il Gruppo ha continuato ad investire nel proprio business avviando lo studio e lo sviluppo di nuovi prodotti; le immobilizzazioni materiali sono rimaste pressoché costanti nel corso dei tre esercizi.

All'interno delle immobilizzazioni finanziarie sono contenute le partecipazioni che la Capogruppo Coswell S.p.A. detiene nei confronti di altre imprese, come ad esempio le sue controllate e collegate (Coswell Russia, Coswell Japan, Chemical Center s.r.l. e Fondazione Istituto Scienze della Salute), nonché l'ammontare delle azioni proprie.

Nel complesso l'Attivo Immobilizzato diminuisce nel corso del periodo considerato, il quale, unitamente alla riduzione del Capitale Circolante Netto, determina una contrazione del Capitale Investito Netto di circa 9,396 milioni di Euro.

Analizzando il passivo dello Stato Patrimoniale, l'aggregato di maggiore interesse è dato dall'insieme delle coperture finanziarie, il quale è dato dalla somma tra il Patrimonio Netto e la Posizione Finanziaria Netta.

Per quanto riguarda il Patrimonio Netto, tale aggregato esprime l'insieme dei mezzi propri su cui il Gruppo può contare per finanziare il business. L'ammontare del Patrimonio Netto nel corso del triennio 2011-2013 è rimasto pressoché costante: il Gruppo non ha effettuato aumenti di capitale e le riserve hanno registrato una diminuzione a seguito della copertura delle perdite registrate nel 2012. È possibile segnalare solamente che l'intero capitale sociale sottoscritto non è stato ancora interamente versato.

Infine, la Posizione Finanziaria Netta racchiude l'insieme dei prestiti a breve termine e a medio-lungo termine derivanti dal sistema bancario e dal mercato dei capitali, al netto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie.

La Posizione Finanziaria Netta nel corso dei tre esercizi è diminuita di 8,881 milioni di Euro, beneficiando di fatto dello sgonfiamento del Capitale Investito Netto: in particolare, è possibile osservare una diminuzione delle esposizioni verso il sistema bancario sia nel breve termine, dove si registra una variazione più consistente, sia nel medio-lungo termine.

Nell'ambito dell'analisi patrimoniale assume rilievo l'analisi del grado di indebitamento del Gruppo, dato dal rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta ed il Patrimonio Netto.

Tale indice passa dallo 0,73 nel 2011 allo 0,61 nel 2013: valori inferiori all'unità sono considerati positivi in quanto il Gruppo può considerarsi ben patrimonializzato e non eccessivamente esposto nei confronti di finanziatori terzi.

Questa ripartizione tra i mezzi propri ed i mezzi di terzi viene messa ulteriormente in luce dalla Tabella 22, in cui si rappresenta la distribuzione percentuale delle coperture finanziarie: a partire dal 2011 il Gruppo riesce gradualmente a diminuire la Posizione Finanziaria Netta e ad incrementare il Patrimonio Netto, registrando nel 2013 il 38% di mezzi verso terzi ed il 62% di mezzi propri.

DISTRIBUZIONE DELLE FONTI			
ANNO	2011	2012	2013
Posizione Fin. Netta	42,19%	41,07%	38,08%
Patrimonio Netto	57,81%	58,93%	61,92%
TOTALE	100%	100%	100%

Tabella 22: Distribuzione delle fonti

Il documento che permette di comprendere le aree critiche dell'azienda in esame è il Rendiconto Finanziario, il quale mette in evidenza i flussi di cassa generati dalle singole gestioni che riescono a produrre oppure ad assorbire la ricchezza prodotta.

Il Flusso di Cassa della Gestione Corrente fa riferimento ai processi produttivi e commerciali tipici dell'azienda in analisi, e rappresenta la capacità dell'azienda di generare risorse monetarie da impiegare nelle altre attività di investimento e finanziamento.

Tale flusso viene calcolato come somma della componente di Autofinanziamento e della componente data dalla Variazione del Capitale Circolante Netto.

In questo prospetto la componente di Autofinanziamento viene calcolata come somma degli utili conseguiti durante l'esercizio, degli ammortamenti (materiali e immateriali) e della variazione dei fondi per rischi ed oneri; in pratica si sconta l'effetto dell'impatto fiscale e delle componenti straordinarie.

La Variazione del Capitale Circolante Netto fa riferimento alla variazione, da un esercizio all'altro del Capitale Circolante Netto ottenuto dalla riclassificazione dello Stato Patrimoniale in forma funzionale.

Per ottenere un Flusso di Cassa della Gestione Corrente migliore, è necessario che questa variazione sia positiva: ciò vorrebbe dire che l'azienda è in grado di autofinanziare il proprio business senza ricorrere ad ulteriori finanziamenti esterni. Più in dettaglio lo sgonfiamento del Capitale Circolante Netto libera risorse a sostegno dell'autofinanziamento, mentre l'aumento dello stesso assorbe ulteriori risorse dalla gestione caratteristica.

Il Flusso di Cassa della Gestione degli Investimenti racchiude le variazioni intervenute da un esercizio all'altro nelle voci delle immobilizzazioni al lordo degli ammortamenti di competenza dell'esercizio: di fatto si mettono in evidenza le risorse che vengono impiegate da investimenti oppure le risorse che vengono liberate da eventuali disinvestimenti.

Sommando i primi due flussi calcolati, il Flusso di Cassa della Gestione Corrente ed il Flusso di Cassa della Gestione degli Investimenti, si ottiene il Flusso di Cassa della Gestione Operativa, il quale rappresenta una prima soglia per comprendere se il *core business* dell'azienda assorba in tutto oppure in parte la ricchezza prodotta internamente.

Nel caso in esame, il Gruppo Coswell riesce a remunerare completamente la gestione dei suoi investimenti, grazie al flusso positivo di Autofinanziamento prodotto e alla variazione positiva del Capitale Circolante Netto, nonostante nel 2012 si sia registrata una perdita di esercizio.

Dopo aver analizzato nella sua totalità la gestione caratteristica e la gestione degli investimenti, è necessario prendere in considerazione la cosiddetta gestione finanziaria, che ricomprende la gestione dei mezzi propri, quindi le variazioni intervenute nelle poste del Patrimonio Netto, e la gestione dei mezzi di terzi, quindi le variazioni intervenute nella Posizione Finanziaria Netta.

Dai valori ottenuti è possibile osservare come il Gruppo abbia deciso di rimborsare parte delle proprie esposizioni verso il sistema bancario, sia nel breve che nel medio-lungo termine, abbassando e, di conseguenza migliorando, la propria Posizione Finanziaria Netta.

Sommando il Flusso di Cassa della Gestione Operativa al Flusso di Cassa della Gestione Finanziaria, si ottiene il Flusso di Cassa Netto, ossia il risultato finale del Rendiconto Finanziario, che indica le variazioni intervenute tra le disponibilità liquide e le attività finanziarie.

Come si evince dai valori ottenuti, Coswell S.p.A. ha preferito ottenere un valore del Flusso di Cassa Netto negativo alla fine sia del 2012 che del 2013 in quanto ha preferito rientrare parte dei debiti contratti migliorando la posizione debitoria.

Se il Gruppo si dovesse trovare in situazioni di tensione di liquidità, può sempre contare su un ammontare piuttosto consistente di disponibilità liquide, ottenute sommando le disponibilità liquide e le attività finanziarie, le quali possono essere facilmente smobilizzate.

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO RICLASSIFICATO VAL. PROD. E VAL. AGG.

Valori in €	2011	% 2011	2012	% 2012	2013	% 2013
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	82.895.947		85.945.128		89.727.314	
D rimanenze di prodotti in corso lavor.ne, etc	804.655		(1.603.396)		(151.495)	
D lavori in corso su ordinazione	-		-		-	
Incrementi di imm.ni per lavori interni	116.846		-		100.000	
Altri ricavi e proventi	4.341.050		4.688.322		3.907.191	
VALORE DELLA PRODUZIONE	88.158.498	100,0%	89.030.054	100,0%	93.583.010	100,0%
<i>Variazione %</i>	-		1,0%		5,1%	
Costi per materie prime, di consumo e di merci	(25.498.023)	-28,9%	(23.882.230)	-26,8%	(27.440.622)	-29,3%
Costi per servizi	(38.001.124)	-43,1%	(39.628.650)	-44,5%	(38.442.609)	-41,1%
Costi per godimento di beni di terzi	(3.451.427)	-3,9%	(3.111.782)	-3,5%	(3.281.574)	-3,5%
Variazione rimanenze	36.920	0,0%	(315.439)	-0,4%	320.355	0,3%
Oneri diversi di gestione	(1.018.270)	-1,2%	(929.330)	-1,0%	(878.169)	-0,9%
COSTI DELLA PRODUZIONE	(67.931.924)		(67.867.431)		(69.722.619)	
VALORE AGGIUNTO	20.226.574	22,9%	21.162.623	23,8%	23.860.391	25,5%
<i>Va Margin</i>	22,9%		23,8%		25,5%	
Costo del personale	(10.980.206)	-12,5%	(10.772.447)	-12,1%	(11.721.475)	-12,5%
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	(78.912.130)		(78.639.878)		(81.444.094)	
EBITDA	9.246.368	10,5%	10.390.176	11,7%	12.138.916	13,0%
<i>Ebitda margin</i>	10,5%		11,7%		13,0%	
Ammortamenti e accantonamenti	(9.752.372)		(7.371.195)		(7.387.256)	
Amm.to immobilizzi materiali	(2.185.574)		(2.112.871)		(1.997.271)	
Amm.to altri immobilizzi immateriali	(7.111.391)		(4.686.727)		(4.800.848)	
Svalutazione crediti compresi nell'attivo	(405.407)		(437.469)		(505.638)	
Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-		(104.128)		(17.499)	
Accantonamenti per rischi	(50.000)		(30.000)		(66.000)	
EBIT	(506.004)	-0,6%	3.018.981	3,4%	4.751.660	5,1%
<i>Ebit margin</i>	-0,6%		3,4%		5,1%	
Oneri Finanziari Netti	2.248.797		(3.094.943)		(3.327.415)	
Proventi da partecipazioni	5.808.081		-		-	
Proventi finanziari	602.223		530.032		285.458	
Oneri finanziari	(4.164.976)		(3.580.976)		(3.612.360)	
Utili/Perdite su cambi	3.469		(43.999)		(513)	
Rettifiche di valore di attività finanziarie	(102.110)		(25.000)		(53.338)	
Rivalutazioni	-		-		-	
Svalutazioni	(102.110)		(25.000)		(53.338)	
Proventi ed oneri straordinari	9.057.683		(1.307.978)		61.170	
Proventi straordinari	10.312.005		1.444.390		1.425.293	
Oneri straordinari	(1.254.322)		(2.752.368)		(1.364.123)	
EBT	10.698.366	12,1%	(1.408.940)	-1,6%	1.432.077	1,5%
Imposte sul reddito	274.161		844.897		(279.114)	
RISULTATO D'ESERCIZIO	10.972.527	12,4%	(564.043)	-0,6%	1.152.963	1,2%

Tabella 23: Riclassificazione del Conto Economico a valore della produzione e valore aggiunto

RICLASSIFICAZIONE STATO PATRIMONIALE IN FORMA FUNZIONALE

Valori in €	2011	2012	2013
Crediti verso clienti	40.064.953	38.653.554	38.458.173
Crediti diversi	27.944.967	22.098.920	19.545.335
Ratei e risconti attivi	1.325.647	823.739	371.934
Rimanenze	22.378.407	20.479.217	20.871.637
ATTIVO CORRENTE OPERATIVO	91.713.974	82.055.430	79.247.079
Debiti verso fornitori	(40.024.804)	(31.313.754)	(34.206.946)
Debiti diversi	(6.408.401)	(5.649.790)	(5.439.173)
Debiti tributari	(664.266)	(1.402.203)	(882.831)
Ratei e risconti	(266.956)	(388.983)	(303.171)
PASSIVO CORRENTE OPERATIVO	(47.364.427)	(38.754.730)	(40.832.121)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	44.349.547	43.300.700	38.414.958
Avviamento	10.420.890	9.799.331	5.428.769
Immobilizzazioni immateriali	40.737.906	41.144.176	45.094.718
Immobilizzazioni materiali	20.635.822	20.214.143	19.583.898
Immobilizzazioni finanziarie	17.151.934	15.229.389	15.203.385
ATTIVO IMMOBILIZZATO	88.946.552	86.387.039	85.310.770
TFR	(1.448.210)	(1.459.188)	(1.433.655)
Fondo imposte	(2.813.923)	(2.562.560)	(2.654.568)
CAPITALE INVESTITO NETTO	129.033.966	125.665.991	119.637.505
Capitale	27.867.000	27.867.000	27.867.000
Riserve	44.350.970	49.655.468	42.247.343
Utili/perdite portati a nuovo	(8.590.762)	(2.900.160)	2.817.450
Utile/perdita d'esercizio	10.972.527	(564.043)	1.152.963
PATRIMONIO NETTO	74.599.735	74.058.265	74.084.756
Prestiti obbligazionari	-	-	-
Debiti verso soci	302.000	302.000	242.000
Debiti verso altri finanziatori	1.390.617	1.802.847	1.838.497
Debiti verso banche a breve termine	43.691.992	39.730.594	31.869.168
Debiti verso banche a lungo termine	24.447.565	22.477.958	22.214.682
Attività finanziarie	(5.425.845)	(430.400)	(423.304)
Disponibilità liquide	(9.972.098)	(12.275.273)	(10.188.294)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	54.434.231	51.607.726	45.552.749
TOTALE COPERTURE FINANZIARIE	129.033.966	125.665.991	119.637.505

Tabella 24: Riclassificazione dello Stato Patrimoniale in forma funzionale

RENDICONTO FINANZIARIO		
Valori in €	2012	2013
Autofinanziamento	5.995.170	8.017.557
Variazione CCN	1.048.847	4.885.742
FLUSSO DI CASSA GEST. CORRENTE	7.044.017	12.903.299
Investimenti avviamento	621.559	4.370.562
Investimenti immateriali	(5.092.997)	(8.751.390)
Investimenti materiali	(1.691.192)	(1.367.026)
Investimenti finanziari	1.922.545	26.004
FLUSSO DI CASSA GEST. INVESTIMENTI	(4.240.085)	(5.721.850)
FLUSSO DI CASSA GEST. OPERATIVA	2.803.932	7.181.449
Variazione PN	22.573	(1.126.472)
Prestiti obbligazionari	-	-
Debiti verso soci	-	(60.000)
Debiti verso altri finanziatori	412.230	35.650
Debiti verso banche a breve termine	(3.961.398)	(7.861.426)
Debiti verso banche a lungo termine	(1.969.607)	(263.276)
FLUSSO DI CASSA GEST. FINANZIARIA	(5.496.202)	(9.275.524)
FLUSSO DI CASSA NETTO	(2.692.270)	(2.094.075)
Disponibilità liquide	12.705.673	10.611.598

Tabella 25: Rendiconto Finanziario Consolidato

5.8 Il mercato di riferimento ed il posizionamento competitivo

Il Gruppo Coswell esercita la propria attività caratteristica in un settore contraddistinto da una forte presenza di multinazionali straniere, come ad esempio Procter & Gamble²³, Unilever²⁴ e Henkel²⁵, le quali sono presenti sul territorio italiano attraverso delle filiali produttive oppure commerciali.

Questa tipologia di concorrenza è caratterizzata da operatori di grandi dimensioni, i quali sono capaci di coprire vari segmenti di mercato in base alla tipologia di prodotto offerto e alla fascia di prezzo.

Prendendo come riferimento il Report Analitico di *Rating* redatto da Cerved Group, i principali concorrenti a livello nazionale del Gruppo Coswell possono essere rappresentati dalle aziende Conter s.r.l. e Mirato S.p.A..

Conter²⁶ è un'azienda che ha sede nella provincia di Lodi e opera da più di trent'anni nella produzione e commercializzazione di prodotti *Toiletries*, con i marchi Tesori d'Oriente, Vidal, Denim, Leocrema, Depilzero, Durban's, Elixir d'Aromes e Gaia, e *Home Care*, con i marchi Spic&Span, Floral Fresh, Stop, WC2000, Canfotigre e Rapida.

Mirato²⁷ invece, è un'azienda che ha sede nella provincia di Novara e opera dagli anni '60 nella produzione e distribuzione di prodotti per l'igiene personale e la cura dei capelli. I marchi posseduti sono Malizia, Intesa, Breeze, Geomar, Splend'Or, Clinians e Benefit.

La Tabella 25 vuole proporre una rappresentazione del posizionamento competitivo delle tre aziende italiane in base alla tipologia di prodotto offerto: come è possibile osservare sia Conter che Mirato non offrono nessun prodotto con riferimento al settore dell'*Health Food*, mentre solamente Conter ha pensato di suddividere ulteriormente il proprio *core business* offrendo prodotti sia per l'igiene personale che per l'igiene e la cura della casa.

²³ http://www.pg.com/it_IT/

²⁴ <http://www.unilever.it/>

²⁵ <http://www.henkel.it/index.htm>

²⁶ <http://www.conter.com/index.html>

²⁷ <http://www.mirato.it/it/home.html>

	<i>Toiletries</i>	<i>Health Food</i>	<i>Oral Care</i>	<i>Body Care</i>	<i>Home Care</i>
Coswell spa	x	x	x	x	-
Conter srl	x	-	x	x	x
Mirato spa	x	-	x	x	-

Tabella 26: Posizionamento competitivo per tipologia di prodotto offerto

Per comprendere la grandezza in valori assoluti delle tre aziende confrontate è necessario confrontare i principali dati di bilancio, i quali sono stati scaricati dal database di Aida²⁸.

I conti economici sono stati riclassificati in base al criterio del Valore della Produzione e del Valore Aggiunto, mentre gli stati patrimoniali sono stati riclassificati in base alla forma funzionale.

Nelle due pagine che seguono si riportano delle tabelle che riassumono i principali dati economici, come ad esempio il Valore della Produzione, l'Ebitda, l'Ebit ed il Risultato di Esercizio, e patrimoniali, come ad esempio il Capitale Circolante Netto, l'Attivo Immobilizzato, il Patrimonio Netto e la Posizione Finanziaria Netta, per Coswell, Conter e Mirato.

In particolare l'analisi economica si soffermerà sul Valore della Produzione per comprendere l'ampiezza dell'attività caratteristica, e sull'Ebitda Margin, per comprendere il livello di efficienza della produzione.

Mentre, l'analisi patrimoniale si soffermerà sul grado di patrimonializzazione delle tre aziende, ossia sul rapporto tra la quantità di mezzi di terzi, rappresentata dalla Posizione Finanziaria Netta, e la quantità di mezzi propri, rappresentata dal Patrimonio Netto.

²⁸ <http://www.bvdinfo.com/it-it/home>

DATI ECONOMICI DI SINTESI - COSWELL SPA

Valori in €	2011	2012	2013
VALORE DELLA PRODUZIONE	88.158.498	89.030.054	93.583.010
<i>Variazione %</i>	–	0,99%	5,11%
EBITDA	9.246.368	10.390.176	12.138.916
<i>Ebitda margin</i>	10,49%	11,67%	12,97%
EBIT	(506.004)	3.018.981	4.751.660
<i>Ebit margin</i>	-0,57%	3,39%	5,08%
RISULTATO D'ESERCIZIO	10.972.527	(564.043)	1.152.963

Tabella 27: Dati Economici di Sintesi di Coswell S.p.A.

DATI ECONOMICI DI SINTESI - CONTER SRL

Valori in €	2011	2012	2013
VALORE DELLA PRODUZIONE	159.168.164	169.581.405	158.030.689
<i>Variazione %</i>	–	6,54%	-6,81%
EBITDA	29.025.108	32.528.051	34.343.854
<i>Ebitda margin</i>	18,24%	19,18%	21,73%
EBIT	22.962.553	25.323.346	27.325.289
<i>Ebit margin</i>	14,43%	14,93%	17,29%
RISULTATO D'ESERCIZIO	14.897.227	16.739.322	18.464.216

Tabella 28: Dati Economici di Sintesi di Conter s.r.l.

DATI ECONOMICI DI SINTESI - MIRATO SPA

Valori in €	2011	2012	2013
VALORE DELLA PRODUZIONE	121.241.000	126.769.000	116.310.000
<i>Variazione %</i>	–	4,56%	-8,25%
EBITDA	23.912.000	22.283.000	18.286.000
<i>Ebitda margin</i>	19,72%	17,58%	15,72%
EBIT	15.162.000	15.845.000	12.829.000
<i>Ebit margin</i>	12,51%	12,50%	11,03%
RISULTATO D'ESERCIZIO	8.082.000	10.663.000	7.941.000

Tabella 29: Dati Economici di Sintesi di Mirato S.p.A.

DATI PATRIMONIALI DI SINTESI - COSWELL SPA

Valori in €	2011	2012	2013
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	44.349.547	43.300.700	38.414.958
<i>Incidenza</i>	<i>50,31%</i>	<i>48,64%</i>	<i>41,05%</i>
ATTIVO IMMOBILIZZATO	88.946.552	86.387.039	85.310.770
FONDI	(4.262.133)	(4.021.748)	(4.088.223)
PATRIMONIO NETTO	74.599.735	74.058.265	74.084.756
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	54.434.231	51.607.726	45.552.749

Tabella 30: Dati Patrimoniali di Sintesi di Coswell S.p.A.

DATI PATRIMONIALI DI SINTESI - CONTER SRL
--

Valori in €	2011	2012	2013
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	26.098.759	28.566.906	34.127.713
<i>Incidenza</i>	<i>16,40%</i>	<i>16,85%</i>	<i>21,60%</i>
ATTIVO IMMOBILIZZATO	111.929.095	109.864.954	122.085.625
FONDI	(1.522.753)	(1.529.184)	(1.749.070)
PATRIMONIO NETTO	125.160.709	141.900.031	160.364.244
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	11.344.392	(4.997.355)	(5.899.976)

Tabella 31: Dati Patrimoniali di Sintesi di Conter s.r.l.

DATI PATRIMONIALI DI SINTESI - MIRATO SPA
--

Valori in €	2011	2012	2013
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	47.156.000	54.507.000	44.942.000
<i>Incidenza</i>	<i>38,89%</i>	<i>43,00%</i>	<i>38,64%</i>
ATTIVO IMMOBILIZZATO	56.577.000	50.941.000	46.682.000
FONDI	(6.110.000)	(6.019.000)	(5.150.000)
PATRIMONIO NETTO	65.293.000	73.668.000	75.377.000
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	32.330.000	25.761.000	11.097.000

Tabella 32: Dati Economici di Sintesi di Mirato S.p.A.

Prendendo in esame i Valori della Produzione di Coswell, Conter e Mirato è possibile notare come l'azienda in esame, rappresentata dall'istogramma di colore blu scuro, sia quella con una dimensione produttiva minore.

L'azienda che riesce ad ottenere una quota maggiore di mercato in termini di fatturato è rappresentata da Conter, il cui successo è da ricondursi alla sua capacità di riportare in Italia tutti quei marchi che nel tempo erano stati ceduti alle multinazionali straniere, i quali erano già molto noti al pubblico dei consumatori.

Infine, i valori ottenuti nel triennio preso in considerazione per le tre aziende mette in mostra come l'attività caratteristica possa essere considerata consolidata nel mercato di riferimento, in quanto non sono presenti dei picchi, sia positivi che negativi, dell'aggregato.

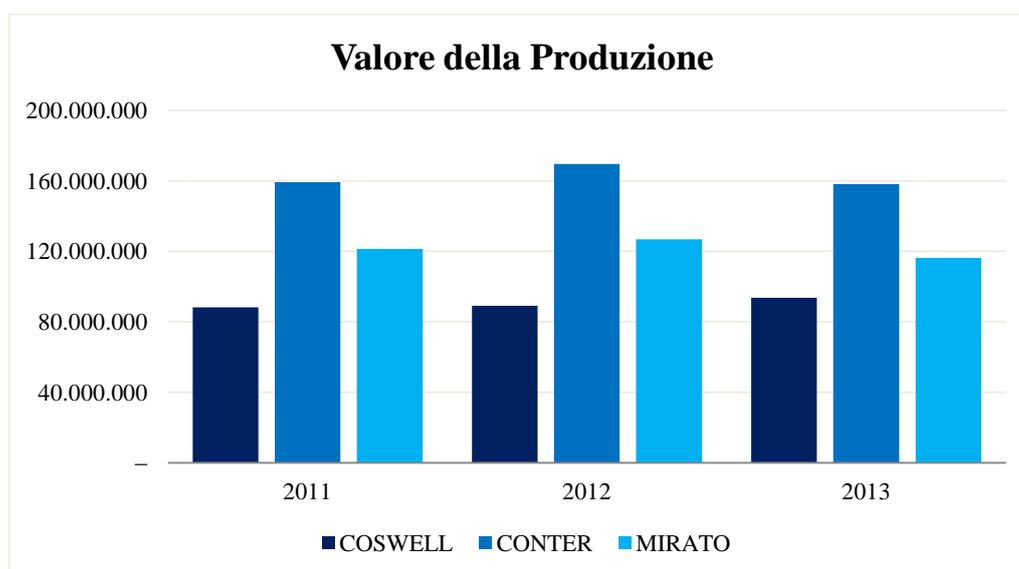


Figura 38: Confronto Valori della Produzione nel triennio 2011-2013

Prendendo invece come riferimento l'Ebitda Margin, calcolato come rapporto percentuale tra il valore dell'Ebitda ed il Valore della Produzione, è possibile misurare il livello di efficienza produttiva delle tre aziende.

Come specificato meglio nel corso dell'analisi di bilancio di Coswell S.p.A., l'azienda in esame si caratterizza per un livello crescente di marginalità da ricondursi principalmente sia ad un incremento dei ricavi caratteristici sia all'adozione di nuove strategie commerciali che hanno permesso un recupero in termini di marginalità.

Confrontando tale dato con quello ottenuto dai due concorrenti, si nota come Coswell assorba una quantità maggiore di risorse prodotte, in quanto l'Ebitda Margin medio nei treni anni presi in considerazione sia di Conter s.r.l. che di Mirato S.p.A. sono maggiori, pari rispettivamente al 19,72% e al 17,67% (rispetto all'11,71% di Coswell).

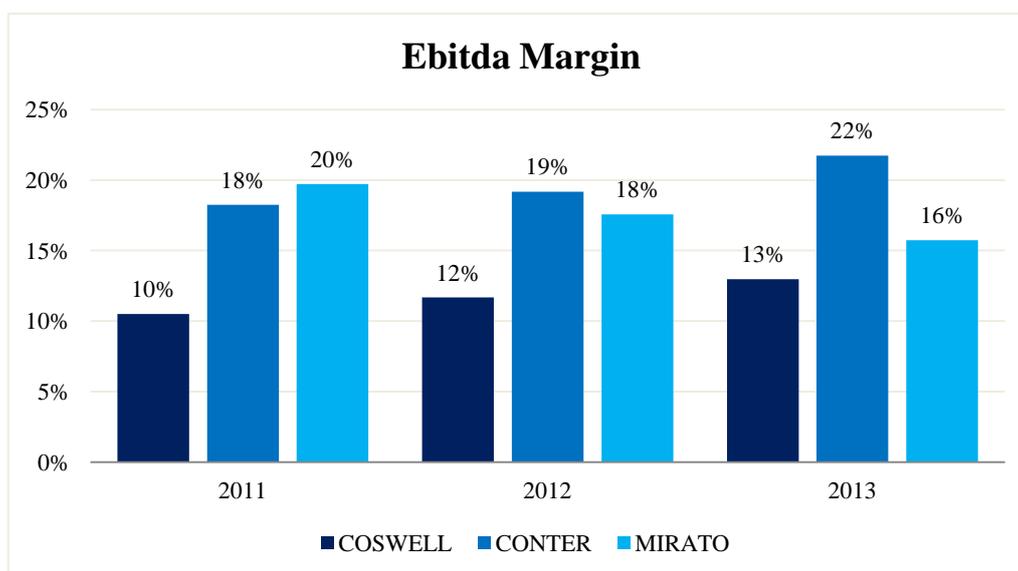


Figura 39: Confronto Ebitda Margin nel triennio 2011-2013

Infine, con riguardo alla situazione patrimoniale, attraverso l'indice di bilancio dato dal rapporto tra i mezzi di terzi ed i mezzi propri, è possibile comprendere il tasso di indebitamento della singola azienda e la composizione della struttura finanziaria.

I risultati ottenuti sono stati riportati nella figura sottostante: come è possibile osservare, sia Coswell che Conter che Mirato non presentano una quantità di mezzi di terzi superiore ai mezzi propri in quanto tutti i valori di PFN/PN sono inferiori all'unità.

I valori ottenuti in tutte e tre le serie presentano un andamento decrescente, segno che nel triennio preso in considerazione Coswell, Conter e Mirato sono state in grado di rafforzare il livello di patrimonializzazione.

Coswell, rispetto alle altre due aziende concorrenti, è quella che presenta una quota di debito maggiore, mentre Mirato mostra dei rapporti addirittura negativi, segno che l'azienda presenta un ammontare di attività finanziarie e di disponibilità liquide superiore alla somma dei debiti.

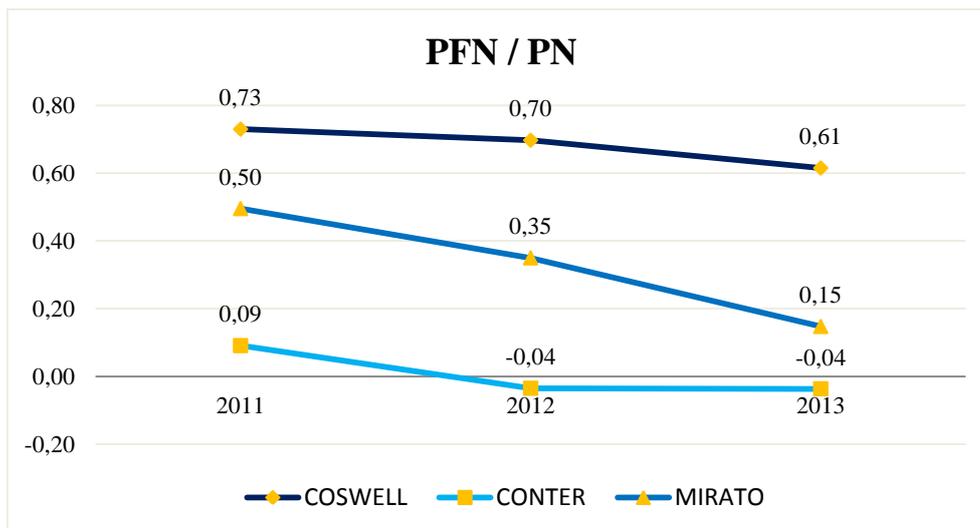


Figura 40: Confronto PFN/PN nel triennio 2011-2013

Come corollario all'indice precedente, è utile segnalare l'indice dato dal rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta e l'Ebitda, il quale misura la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti di natura finanziaria. Più in dettaglio, tale indicatore risponde alla domanda "quanti anni sono necessari all'impresa per rimborsare i mezzi di terzi con la ricchezza prodotta dalla sola gestione caratteristica?".

Osservando i dati ottenuti, ancora una volta Coswell, rispetto alle due concorrenti, si dimostra essere la più esposta, nonostante l'indice passi dal 5,89 nel 2011 al 3,15 nel 2013. Questo miglioramento è da ricondursi principalmente alla strategia di riduzione della Posizione Finanziaria messa in atto dal Gruppo.

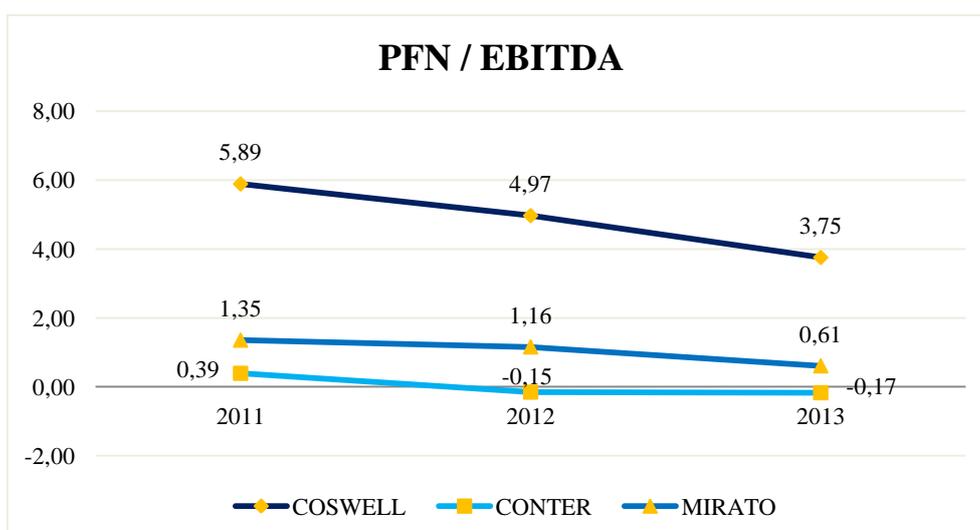


Figura 41: Confronto PFN/PN nel triennio 2011-2013

5.9 Il Rating

Dopo che Cerved Group ha incontrato l'azienda emittente rilascia il cosiddetto Report Analitico, un documento pubblicato e liberamente consultabile nel sito web dell'azienda, in cui è definito il *rating solicited*.

In tale documento gli analisti di Cerved Group spiegano il *rating* assegnato all'emittente del Mini Bond, prendendo in considerazione i punti di forza e di debolezza del Gruppo, i fattori di rischio che influenzano l'operatività aziendale, ed i possibili scenari evolutivi, ossia l'eventuale *upgrade* o *downgrade*.

Nel caso di Coswell S.p.A. il *rating solicited* assegnato è pari a B1.1 nella scala prevista da Cerved Group, rappresentativo di un'«azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario del mercato di riferimento».

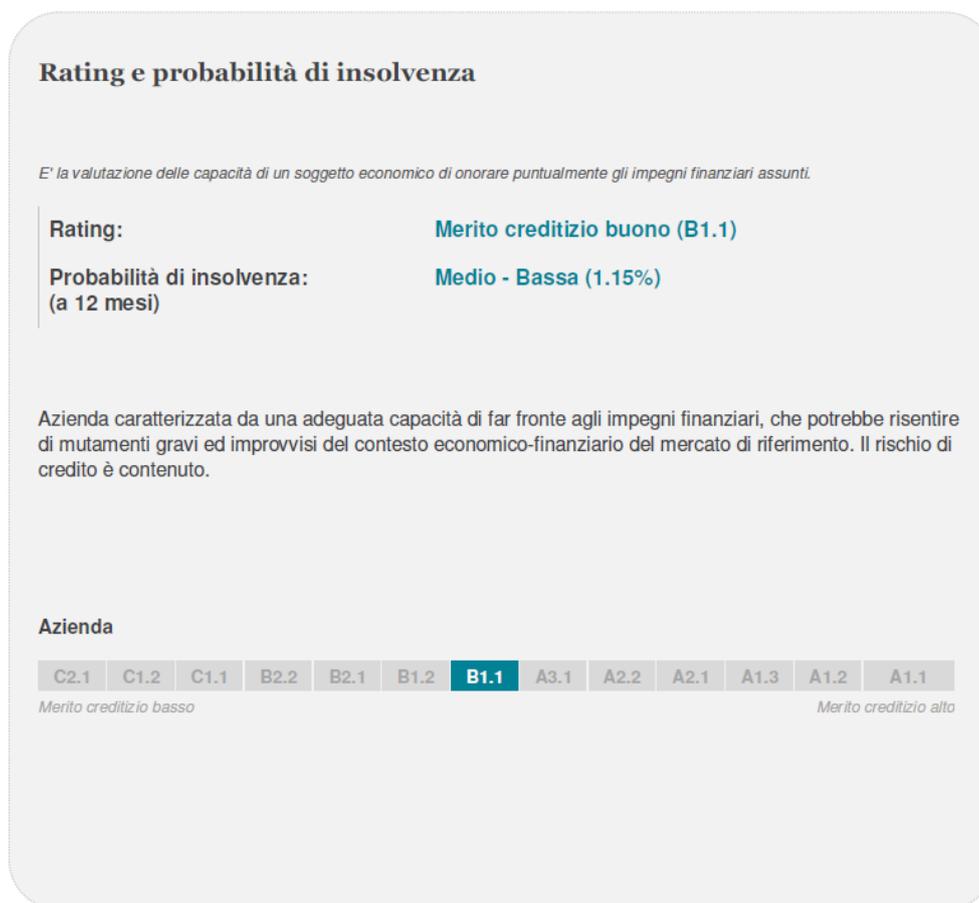


Figura 42: Rating e probabilità di insolvenza

L'ottenimento da parte dell'azienda di un *rating* esterno indipendente pari a B1.1, nella scala prevista da Cerved Group, ha permesso alla stessa di essere un'emittente di Mini Bond, secondo i requisiti di eleggibilità fissati dal Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare di Vicenza, in quanto il giudizio complessivo assegnato rientra nell'ambito dell'*investment grade*.

Nonostante gli analisti di Cerved Group abbiano assegnato una probabilità di insolvenza medio-bassa, pari a 1,15% nell'orizzonte temporale di un anno, ed un merito creditizio buono, Cerved evidenzia, alla stregua dei punti di forza e delle opportunità, anche i punti di debolezza e le minacce che potrebbero determinare nel breve-medio periodo, al verificarsi di determinate condizioni, un declassamento del giudizio di solvibilità.

PUNTI DI FORZA	PUNTI DI DEBOLEZZA
<ul style="list-style-type: none"> * La base dell'attività caratteristica è data dalla costante innovazione dei prodotti che ha permesso all'azienda di estendere la propria attività in nuove nicchie di mercato. * L'attività di Ricerca e Sviluppo è contraddistinta dalle numerose collaborazioni sia con Università sia con Istituti di Ricerca, al fine di creare un connubio tra conoscenze e risorse finanziarie. * Il mercato estero rappresenta una nuova sfida aziendale poiché permette un confronto con i prodotti offerti dalle grandi multinazionali. * La compagine sociale, a base familiare, è caratterizzata da un'elevata coesione interna e una consolidata esperienza nel settore. 	<ul style="list-style-type: none"> • L'azienda ha ancora una dimensione medio-piccola e non è possibile fare un confronto con i grandi gruppi internazionali che dominano il mercato dei prodotti per la cura ed il benessere della persona. • L'azienda, come visto dalla precedente analisi dei dati contabili, presenta una marginalità ancora limitata, segno che la redditività aziendale è fortemente condizionata da costi gestionali elevati.

Tabella 33: Descrizione dei punti di forza e di debolezza di Coswell S.p.A.

Coswell, in tutti gli anni di operatività, dagli inizi negli anni '60 fino ad oggi, è diventata una realtà imprenditoriale la cui attività si caratterizza per la qualità dei prodotti offerti al pubblico dei consumatori e per la garanzia che tali prodotti siano confezionati in Italia a seguito di una lunga fase di Ricerca e Sviluppo.

L'insieme del *know how* acquisito durante la sua pluriennale esperienza nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti per la cura ed il benessere della persona, ha permesso all'azienda di riuscire ad adattare sempre la produzione al continuo mutamento della domanda e dei bisogni dei consumatori, esplorando continuamente nuove opportunità di business.

5.10 Il Mini Bond di Coswell S.p.A.

Dopo aver analizzato i documenti contabili, sia storici, liberamente consultabili al pubblico della comunità finanziaria, sia prospettici, consultati solamente da Banca Popolare di Vicenza, ed il Report sul *rating* elaborato da Cerved Group, il prossimo passo consiste nella definizione delle caratteristiche tecniche del Mini Bond²⁹.

5.10.1 Le caratteristiche tecniche del Mini Bond di Coswell

Il prestito emesso da Coswell è denominato “Coswell S.p.A. 6,80% 2014-2019”: tutte le caratteristiche del titolo obbligazionario possono essere ritrovabili nel sito di Borsa Italiana inserendo il codice ISIN associato IT 0005037392³⁰.

Il Mini Bond si compone di 150 obbligazioni al portatore del valore nominale di 100.000 Euro ciascuna, per un importo nominale complessivo di 15.000.000 di Euro: come è possibile osservare il prezzo delle obbligazioni è alla pari, in quanto il prezzo di emissione è uguale al valore nominale dei titoli.

Le obbligazioni sono state ammesse al segmento professionale del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT il 21 luglio 2014 e hanno una durata complessiva pari a 5 anni, con scadenza il 21 luglio 2019: le obbligazioni saranno rimborsate alla pari in un'unica soluzione alla scadenza.

Ai sottoscrittori dei titoli obbligazionari, Coswell è tenuta a pagare periodicamente un tasso cedolare fisso lordo pari al 6,80%: tali interessi saranno corrisposti in via posticipata ogni anno, a partire dal 21 luglio 2015.

Le caratteristiche tecniche del Mini Bond di Coswell sono riconducibili alla categoria che viene definita come *plain vanilla*, in quanto si prevede l'erogazione di una somma iniziale da parte dei sottoscrittori del titolo, in cambio del pagamento, da parte dell'azienda emittente, degli interessi a cadenze temporali prestabilite e la restituzione dell'intero prestito ad una data futura.

²⁹ In base a quanto riportato nel Documento di Ammissione, tutte le comunicazioni che l'emittente deve effettuare agli obbligazionisti sono considerate valide se effettuate mediante pubblicazione sul sito internet dell'emittente al seguente indirizzo <http://investor.coswell.biz/>.

³⁰ <http://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/segmento-professionale/scheda.html?isin=IT0005037392&lang=it>

Attraverso l'ausilio del diagramma importi-epoche è possibile raffigurare le caratteristiche tecniche del Mini Bond di Coswell: si tratta di un segmento in cui sono riportati tutti importi monetari in entrata, indicati con segno positivo, oppure in uscita, indicati con segno negativo, in corrispondenza delle epoche temporali nei quali sono effettivamente disponibili.

In questo specifico caso, il primo importo, indicato con segno positivo all'epoca temporale t_0 , è determinato dalle somme che sono incassate dall'azienda emittente l'obbligazione attraverso la sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori.

Al termine di ogni epoca temporale, in questo caso al termine di ogni anno, Coswell è tenuta a versare agli obbligazionisti l'importo delle cedole, le quali sono calcolate moltiplicando il valore facciale dell'obbligazione per il relativo tasso di interesse previsto: nel diagramma è indicato l'esborso complessivo lordo³¹ a carico dell'azienda emittente.

Alla scadenza del Mini Bond, prevista dopo cinque anni il 21 luglio 2019, l'azienda emittente è tenuta a versare agli obbligazionisti l'importo dell'ultima cedola assieme al prezzo di rimborso, il quale corrisponde al valore facciale del prestito obbligazionario.

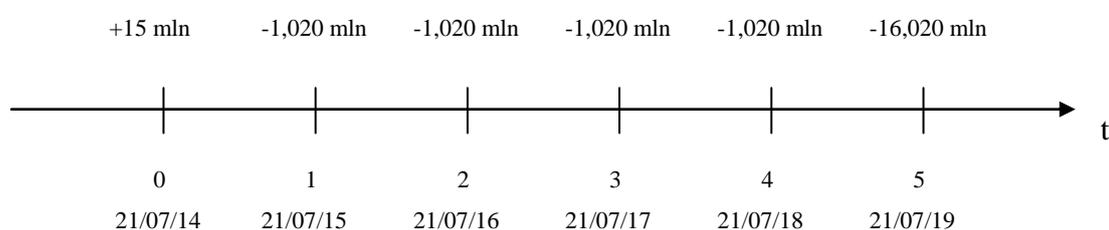


Figura 43: Diagramma importi-epoche di rimborso del prestito

Il Documento di Ammissione segnala che l'azienda emittente agisce anche in qualità di agente di calcolo: ciò significa che il soggetto che determina l'ammontare degli interessi da versare agli obbligazionisti è l'azienda stessa.

³¹ In base al nono comma dell'articolo 32, si prevede l'esenzione della ritenuta di acconto sugli interessi e su altri proventi derivanti dalle obbligazioni e dalle cambiali finanziarie. A partire dal 1° luglio 2014, la ritenuta sugli interessi e sui redditi da capitale salirà dal 20% al 26%.

In questo frangente di operatività Banca Popolare di Vicenza, in qualità di banca agente, si limita solamente alla raccolta dei fondi su un apposito conto corrente intestato alla società, destinati al pagamento degli interessi. Tali fondi verranno poi girocontati a Monte Titoli che pagherà l'ammontare delle cedole spettanti a ciascun obbligazionista.

5.10.2 La determinazione dei parametri finanziari

A protezione dell'investitore, Banca Popolare di Vicenza ha ritenuto indispensabile istituire, oltre ad una serie di impegni ed obblighi di comunicazione, tre parametri finanziari che Coswell è tenuta a rispettare, i cosiddetti *covenants*: entro 15 giorni lavorativi successivi alla pubblicazione sul sito internet aziendale dei bilanci, sia civilistici che consolidati, l'azienda ha l'obbligo di pubblicare anche una dichiarazione firmata dal legale rappresentante e controfirmata dalla società di revisione, la quale attesti il rispetto oppure no dei parametri finanziari da parte dell'emittente.

Nel caso in cui tali *covenants* non fossero rispettati da parte dell'azienda emittente per un periodo superiore a 60 giorni a partire dalla data di pubblicazione dei parametri finanziari, gli obbligazionisti, hanno la facoltà di chiedere il rimborso anticipato del prestito obbligazionario.

I parametri finanziari vengono calcolati a livello di Gruppo, quindi in base ai prospetti contabili di Conto Economico e Stato Patrimoniale redatti su base consolidata. I valori limite di tali *covenants* sono rinvenibili nel Documento di Ammissione e sono i seguenti:

- * *l'interest coverage ratio*: dato dal rapporto tra l'Ebitda e l'ammontare degli interessi passivi ed altri oneri finanziari dovuti in relazione all'indebitamento nel corso del relativo esercizio, tale valore deve essere pari o superiore a 2,80.

Tale indice specifica il numero di volte che l'Ebitda prodotto dalla gestione caratteristica dell'azienda riesce a coprire i costi derivanti dall'indebitamento: maggiore è il valore espresso dall'indice, migliore sarà la solvibilità dell'azienda. L'ultimo valore rinveniente dall'ultimo bilancio disponibile è pari a 3,64.

- * *il leverage ratio*: espressione del grado di indebitamento dell'emittente, tale parametro è dato dal rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta e l'ammontare del Patrimonio Netto; tale valore deve essere pari o inferiore a 0,90; l'ultimo valore rinveniente dall'ultimo bilancio disponibile è pari a 0,61.

- * il *geraring ratio*: dato dal rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta e l'Ebitda, tale valore deve essere pari o inferiore a 5,5; l'ultimo valore rinveniente dall'ultimo bilancio disponibile è pari a 3,75.

5.10.3 La presenza dell'opzione

Il Documento di Ammissione prevede a favore dei sottoscrittori anche un diritto di opzione, definito *equity kicker*, che matura solamente nel caso in cui l'azienda emittente il Mini Bond, nel corso di vita dello stesso, decida di quotarsi in un mercato azionario regolamentato oppure in un sistema multilaterale di negoziazione.

L'idea sottostante all'*equity kicker* è stata ripresa dal cosiddetto debito mezzanino, il quale è una tipologia di finanziamento che si suddivide in due componenti: la prima prevede l'erogazione di un prestito tradizionale con scadenza a medio-lungo termine da rimborsare in via subordinata rispetto agli altri finanziamenti già in essere, ossia in caso di fallimento dell'azienda prenditrice, il debito viene estinto dopo aver rimborsato tutti gli altri finanziamenti, mentre la seconda componente prevede l'*equity kicker*, ossia la possibilità concessa al sottoscrittore del debito mezzanino di poter convertire il proprio credito in titoli azionari della società finanziata, attraverso l'esercizio di un *warrant* oppure di un'opzione *call*.

In base alle caratteristiche descritte, il debito mezzanino è definibile come uno strumento di finanziamento di natura ibrida, in quanto la remunerazione che ne deriva per il finanziatore è scomponibile in interessi passivi, per quanto riguarda la parte di finanziamento tradizionale, ed in azioni, per quanto riguarda la componente di *equity kicker*.

Utilizzato maggiormente nei Paesi anglosassoni, il debito mezzanino è uno strumento di finanziamento molto flessibile perché, in base alle dinamiche finanziarie dell'azienda, è in grado modificare positivamente il rapporto tra il Posizione Finanziaria Netta e Patrimonio Netto.

Nel caso di studio in questione, l'*equity kicker* è stato pensato come la possibilità data all'obbligazionista di poter ricoprire contemporaneamente la duplice veste sia di finanziatore che di partecipante al capitale di rischio dell'impresa finanziata, nel caso in cui l'azienda decidesse di quotarsi in un mercato regolamentato.

In maggior dettaglio, nel caso in cui il Consiglio di Amministrazione di Coswell, organo collegiale a cui è affidata la gestione aziendale, dovesse essere convocato per deliberare in merito ad una futura ed eventuale quotazione dell'azienda nei mercati azionari, lo stesso dovrà impegnarsi a sottoporre all'Assemblea Straordinaria dei soci, la famiglia Gualandi, la concessione di tale diritto di opzione agli obbligazionisti.

In virtù di tale diritto, il Documento di Ammissione prevede che gli obbligazionisti potranno sottoscrivere un ammontare complessivo di azioni ordinarie, pari al 10% rispetto al numero di azioni offerte in sottoscrizione in sede di collocamento finalizzato alla quotazione, pagando un prezzo di sottoscrizione pari al prezzo di quotazione fissato in relazione all'offerta pubblica meno il 7,5%.

L'*equity kicker* non deve essere confuso con la clausola di convertibilità: un'obbligazione convertibile viene definita come un titolo di debito con scadenza a medio-lungo termine, il cui rimborso prevede la consegna di un quantitativo di azioni, di uguale ammontare.

In pratica, la presenza della clausola di convertibilità prevede che al termine della naturale scadenza del prestito obbligazionario, il creditore trasformi il titolo di debito in capitale azionario e diventi, di conseguenza, socio dell'azienda emittente.

5.10.4 La finalità del Mini Bond per Coswell

Coswell intende utilizzare le somme derivanti dal prestito obbligazionario per supportare ulteriormente la crescita e lo sviluppo dell'intero Gruppo. In particolare, sono tre gli obiettivi che il management aziendale intende perseguire con l'emissione e la quotazione dello strumento:

- ~ il consolidamento della propria presenza sul mercato italiano;
- ~ il rafforzamento della propria presenza nei mercati esteri considerati più "attraenti";
- ~ la continua innovazione del prodotto.

In pratica, il Mini Bond rappresenta un mezzo a disposizione dell'azienda che permette di incrementarne la visibilità e di accrescere la propria quota sui mercati di riferimento. Non solo, il prestito obbligazionario risponde alla volontà dell'emittente di diversificare le fonti di finanziamento rispetto al tradizionale canale bancario.

5.10.5 Osservazioni

Alla luce delle analisi fatte nel corso del caso di studio, il Mini Bond emesso da Coswell rappresenta un intervento strutturale molto importante per l'azienda stessa, dato il taglio dell'operazione pari a 15 milioni di Euro, a fronte di una Posizione Finanziaria Netta nel 2013 pari a circa 45 milioni di Euro.

Con riferimento ai due concorrenti, Conter e Mirato, la Coswell risulta essere in una posizione di svantaggio in quanto tutti gli indici calcolati per confrontare le tre realtà aziendali risultano essere peggiori di quelli delle altre due aziende.

Il Gruppo Coswell sta dimostrando di voler emergere e vuole essere sostenuta nel suo processo di crescita e di ampliamento per arrivare ad essere a livelli maggiormente competitivi.

Tale volontà dell'azienda è desumibile dall'andamento decrescente nel corso del triennio 2011-2013 sia del *leverage ratio* che del *geraring ratio*, i quali si avvicinano ai fondamentali delle altre aziende *leader* di riferimento nel mercato italiano. L'attuale management ha comunque dimostrato professionalità tali da guidare l'azienda nel processo di crescita auspicato.

I sottoscrittori del Mini Bond dovrebbero tenere in considerazione anche la natura dell'intervento proposto, in quanto l'ammontare dell'obbligazione serve all'intero Gruppo per ampliarsi, sia nel mercato domestico sia nel mercato internazionale, attraverso la continua innovazione dei numerosi prodotti.

Il Gruppo Coswell ha come obiettivo l'incremento del suo Valore Aggiunto, il quale non sarebbe raggiungibile se la finalità dell'operazione fosse stata la mera ristrutturazione del debito esistente.

Infine, con riferimento al segmento professionale del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT, il Mini Bond di Coswell rientra, assieme ad altre 18 emissioni, nel segmento di mercato 5-50 milioni di Euro visto nel corso del precedente Capitolo 4: all'interno di questo sottoinsieme di obbligazioni, esso si colloca nella parte finale della Figura 29, in cui sono riportate tutte le emissioni in base all'ammontare nominale ed al tasso di interesse cedolare corrisposto.

All'interno di questo sottoinsieme risulta essere un titolo che paga un tasso cedolare tra i più elevati, segno di un'intrinseca maggiore rischiosità dell'obbligazione, da ricondursi molto probabilmente sia alla variabilità del business sia al *rating* assegnato, il quale si attesta nella penultima classe di *investment grade* nella scala prefissata da Cerved Group.

CONCLUSIONI

In questa tesi ci si è posti di l'obiettivo di analizzare la prima formulazione dell'articolo 32 del Decreto Legge n. 83 del 22 giugno 2012, meglio conosciuto come Decreto Sviluppo, il quale ha introdotto dei «*nuovi strumenti di finanziamento per le imprese*». Tale intervento del Governo Monti ha come obiettivo l'accrescimento della capacità delle aziende, non ancora quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, e di media e piccola dimensione, di ottenere finanziamenti per il sostenimento della propria attività attraverso l'emissione di titoli di debito.

Nella pratica, tali strumenti finanziari, rappresentati da cambiali finanziarie ed obbligazioni ed identificati nella prassi come Mini Bond, sono nati per garantire alle PMI la possibilità di avvicinarsi a nuove fonti di approvvigionamento finanziario con l'intento di stimolare la crescita e la competitività.

La prescrizione normativa prevede il rispetto di tre condizioni fondamentali per poter emettere il Mini Bond: l'assistenza da parte di uno *sponsor*, il quale ha l'obiettivo di assistere la società emittente lo strumento finanziario nel corso della procedura di emissione e di collocamento dello stesso, la certificazione da parte di un revisore contabile oppure di una società di revisione dell'ultimo bilancio emesso dalla società emittente, in modo da garantire, da parte di un soggetto terzo indipendente, la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'azienda, ed, infine, il collocamento del prestito obbligazionario esclusivamente presso gli investitori professionali.

Nel corso della trattazione si è voluto mettere in evidenza gli aspetti fondamentali del Mini Bond, come ad esempio: le caratteristiche tecniche e le funzioni che tale strumento finanziario dovrebbero possedere; il processo di strutturazione ed emissione messo in pratica da Banca Popolare di Vicenza; la descrizione di tre strumenti (*Business Plan*, il *Rating* ed il flusso di ritorno personalizzato della Centrale dei Rischi) utilizzati dall'analista nel corso della strutturazione dell'operazione e utilizzati anche a fini decisionali per valutare la fattibilità o meno dell'operazione; l'analisi del mercato di riferimento ed il relativo posizionamento di Banca Popolare di Vicenza all'interno di esso; e l'analisi di un caso di studio.

Banca Popolare di Vicenza ha manifestato da subito un certo interesse verso questo nuovo strumento perché, secondo la *vision* dell'istituto di credito veneto, può rappresentare un passo importante verso una disintermediazione dal sistema bancario.

A seguito dell'analisi proposta nel corso dei capitoli precedenti, è possibile affermare come il Mini Bond rappresenti un mezzo alternativo al credito bancario non facilmente comprensibile da parte delle aziende. Molto spesso le piccole e medie imprese non dispongono delle capacità tecniche per affrontare un'operazione così corposa, sia per il tempo che prevede il processo di strutturazione e di emissione sia per il numero di soggetti che intervengono durante l'intero processo.

L'intero processo di strutturazione del prestito obbligazionario è articolato e predisposto in modo da garantire una massima trasparenza possibile ai futuri investitori. Anche con riferimento ai costi, si tratta di un'alternativa mediamente più costosa: in tal senso, ogni singola impresa potenziale emittente deve ponderare molto bene i vantaggi che ne può trarre decidendo di emettere il prestito obbligazionario.

D'altro canto, per le imprese che decidono di intraprendere tale percorso, esso rappresenta un'opportunità di crescita, sia in termini di mentalità, sia in termini di visibilità: il Mini Bond può fungere da rampa di lancio per operazioni di natura straordinaria, come ad esempio la quotazione in mercati azionari, comportando una modificazione sia della struttura manageriale che della compagine societaria.

Essendo uno strumento di nuova ideazione, anche se sostanzialmente si differenzia dalla classica emissione obbligazionaria solamente per l'ammontare nominale di dimensione minore, non è possibile prevedere un suo sviluppo futuro.

Il tutto potrebbe dipendere dall'andamento del segmento professionale dell'ExtraMOT e dall'andamento dei prestiti obbligazionari che per primi termineranno la loro esistenza.

Nel caso in cui tali strumenti dovessero presentare delle criticità nel corso della loro vita, come ad esempio il non pagamento puntuale delle cedole, l'azienda emittente sarebbe valutata e percepita dagli investitori come più rischiosa.

Il segmento professionale dell'ExtraMOT vuole essere un mercato a basso rischio di credito, in quanto le finalità per cui sono emessi i Mini Bond sono principalmente di sostegno e di sviluppo imprenditoriale.

Un ulteriore elemento di incertezza del Mini Bond è dato dal rischio normativo, con il quale si fa riferimento ad una modificazione in senso sfavorevole dalla normativa. In particolare, un elemento di non attrattività del mercato potrebbe derivare dal cambiamento del regime fiscale a carico degli obbligazionisti.

Una svolta importante per i Mini Bond potrebbe derivare dall'ultimo Ecofin, tenutosi lo scorso 12 settembre a Milano, in cui il Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano Pier Carlo Padoan, ha proposto una sorta di incentivazione dei Mini Bond su scala europea.

L'intervento del Ministro Padoan prevedrebbe la possibilità per la Banca Centrale Europea di acquistare i Mini Bond emessi dalle piccole e medie imprese, in modo tale da *bypassare in toto* il canale bancario, favorendo così una reale disintermediazione bancaria ed il rilancio della stagnante economia europea.

Se così fosse, le aziende sarebbero in grado di ricevere direttamente dagli investitori i mezzi finanziari necessari per implementare la loro operatività, senza passare per gli intermediari creditizi.

Il fatto di avere come investitore anche la Banca Centrale Europea potrebbe dare molto slancio a tutti quei mercati che raggruppano questa tipologia di strumento finanziario in quanto sono caratterizzati da una bassa liquidità: la Banca Centrale Europea potrebbe giocare un ruolo di "attrattore" in quanto gli investitori, sull'esempio del massimo organo di politica monetaria, potrebbero incrementare le negoziazioni e sarebbero più favorevoli a credere ed investire in questo nuovo strumento finanziario.

BIBLIOGRAFIA

Agenzia delle Entrate, Circolare n. 4/E del 06 marzo 2013.

Alberici A., Caselli S., *La valutazione dell'impresa per i fidi bancari*, Franco Angeli, Milano, 2004.

Angelini E., *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa: aspetti normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano*, Giappichelli Editore, Torino, 2006.

AA.VV., *Intermediari finanziari non bancari*, McGraw Hill, Milano, 2012.

Baldi F., Murano G., *I Mini Bond quali strumenti di debito per le piccole e media imprese: regole, analisi del mercato e strategie di emissione*, in *Rivista Bancaria*, 5-6, 2013, pagg. 6-53.

Banca d'Italia, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006.

Banca d'Italia, *Centrale dei Rischi: istruzioni per gli intermediari creditizi*, Circolare n. 139 dell' 11 febbraio 1991.

Banca d'Italia, *Matrice dei conti*, Circolare n. 272 del 30 luglio 2008.

Banca d'Italia, Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, aprile 2014.

Banca d'Italia, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, *Testo Unico della Finanza*, aprile 2014.

Banca Popolare di Vicenza, *Manuale dei Rating Imprese del Gruppo Banca Popolare di Vicenza*, Circolare n. 8859/S del 09 gennaio 2014.

Banca Popolare di Vicenza, *Manuale per la gestione delle attività di emissione dei Mini Bond da parte della clientela*, Circolare n. 8945/S del 11 febbraio 2014.

Banca Popolare di Vicenza, *Manuale per la procedura di rating attribution*, Circolare n. 8881/S del 16 gennaio 2014.

Banca Popolare di Vicenza, *Manuale del credito*, Circolare n. 3333/S del 02 novembre 2007, aggiornamento di maggio 2014.

Barro D., *Un'introduzione ai modelli di rischio di credito per portafogli finanziari*, Università Ca' Foscari di Venezia, Dipartimento di Matematica Applicata, Quaderno n. 124/2004.

Basso A., Pianca P., *Introduzione alla matematica finanziaria*, Cedam, Padova, 2013.

Biffis P., *Analisi del merito di credito*, EIF e-Book, 2009.

Biffis P., *Il settore bancario*, EIF e-Book, 2011.

Bodie Z., Kane A., Marcus A., *Investments*, Mc Graw Hill, New York, 2011.

Borello A., *Il business plan: dalla valutazione dell'investimento alla misurazione dell'attività d'impresa*, Mc Graw Hill, Milano, 2005.

Bronconi G., Cavaciocchi S., *Business Plan: il manuale per costruire un efficace piano d'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001.

Buongiorno M., Capra M., *Il ruolo del rating nelle decisioni di affidamento bancario*, in Bilancio Vigilanza e Controlli, 1, 2013, pagg. 17-24.

Busani A., Santoro A., *Il Mini Bond spinge in Borsa le PMI*, in Il Sole 24 Ore, 09 aprile 2014.

Calugi R., Paglietti G., *Mini Bond. Istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio di Milano – Consorzio camerale per il credito e la finanza, Milano, 2013.

Capriglione F., (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, Padova, 2010.

Cerved Group, *Esiste un mercato per i Mini Bond in Italia? La fotografia delle società non quotate*, ottobre 2013.

Cerved Group, *Rating Solicited: Cerved Group*, dicembre 2013.

Cerved Group, *Due strumenti per le aziende che meritano credito: Mini Bond e Rating Solicited*, novembre 2013.

Cerved Group, *Il Cerved Group rating*, dicembre 2013.

Culicchi R., Puna J. Hogan Lovells Studio Legale, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini Bond*, in *DirittoBancario.it*, Gennaio 2014.

D'Auria C., Allen & Overy, *Il sistema delle garanzie a support dell'emissione di Mini Bond*, in *DirittoBancario.it*, Marzo 2014.

De Laurentis G., *La comunicazione ai risparmiatori in tema di rating*, in *Bancaria*, 3, 2014, pagg. 43-58.

De Socio A., *La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 66, Aprile 2010.

De Vincentiis P., *Il mercato obbligazionario*, Giappichelli Editore, Torino, 2009.

Grea S., *Dentro la crescita dell'impresa: le analisi SWOT e PAR*, Franco Angeli, Milano, 2000.

KPMG, *Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi*, Milano, marzo 2013.

Leofreddi P., Campari A., Simmons & Simmons, *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Mini Bond presso l'ExtraMOT PRO*, in *DirittoBancario.it*, Aprile 2014.

Mariani R., Zitiello e Associati Studio Legale, *Mini Bond: un canale di finanziamento alle imprese alternativo al sistema bancario*, in *DirittoBancario.it*, Giugno 2014.

Martini L., Vimercati V., *Come leggere e interpretare la Centrale Rischi di Banca d'Italia*, in *Amministrazione Finanza e Controllo*, 5, 2011, pagg. 55-62.

Parolini C., *Business Planning: dall'idea al progetto imprenditoriale*, Pearson, Milano, 2011.

Peveraro S., *La febbre dei Mini Bond*, in Milano Finanza, 21 giugno 2014.

Sartori F., *Il servizio di collocamento*, in DirittoBancario.it, Marzo 2004.

Sostero U., Ferrarese P., Mancin M., Marcon C., *Elementi di bilancio e di analisi economico-finanziaria*, Ca Foscari Editore, Venezia, 2010.

Urbani A. (a cura di), *L'attività delle banche*, Cedam, Padova, 2010.

Vercesi F., *Dai Mini Bond una speranza per le PMI*, in Milano Finanza, 26 marzo 2014.

SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it/>

<http://www.popolarevicenza.it/>

<http://bebeez.it/2014/07/29/coswell/>

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/segmento-professionale/>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/coveredbond.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/obbligazioni/>

<http://www.bvdinfo.com/it-it/home>

<https://www.cervedgroup.com/>

<https://area.cervedgroup.com/>

<http://www.confindustriabergamo.it/>

<http://www.consob.it/>

<http://www.consorziocamerale.eu/>

<http://www.conter.com/index.html>

<http://www.coswell.biz/azienda/azienda.html>

<http://ec.europa.eu/>

<http://www.dirittobancario.it/>

<http://www.estraspa.it/>

<http://www.gsigroup.net/>

<http://it.cdaa.it/News/Il-Decreto-Sviluppo-i-mini-bond>

<http://iusletter.com/>

<http://www.henkel.it/index.htm>

<http://www.mirato.it/it/home.html>

http://www.pg.com/it_IT/

<http://www.repubblica.it/>

<http://redazione.finanza.com>

<http://www.rigonidiasiago.com/>

<http://www.tesmec.com/>

http://www.trevifin.com/viewdoc.asp?co_id=8

<http://www.unilever.it/>